

CHUYÊN ĐỀ
KHỦNG HOẢNG KÉP: KHỦNG HOẢNG NỢ CÔNG VÀ
KHỦNG HOẢNG TIỀN TỆ
ĐÁNH GIÁ RỦI RO ĐỐI VỚI VIỆT NAM

HÀ NỘI – 1/2012

MỤC LỤC

I: LÝ LUẬN VỀ KHỦNG HOẢNG NỢ CÔNG VÀ MỐI TƯƠNG QUAN GIỮA KHỦNG HOẢNG NỢ CÔNG VÀ KHỦNG HOẢNG TIỀN TỆ	1
1.1. Thâm hụt ngân sách là hiện tượng phổ biến ở hầu hết các quốc gia.....	1
1.2. Nợ công và các chỉ tiêu an toàn về nợ công.....	6
1.3. Vỡ nợ và tái cấu trúc nợ	8
1.4. Mối tương quan giữa khủng hoảng nợ công và khủng hoảng tiền tệ	13
1.4.1. Thâm hụt tài khóa và thâm hụt cán cân vãng lai	13
1.4.2. Vòng xoáy nợ - lạm phát	16
1.4.3. Khả năng xảy ra đồng thời khủng hoảng nợ công và khủng hoảng tiền tệ	17
II: VẤN ĐỀ NỢ CÔNG HIỆN NAY VÀ NGUY CƠ XẢY RA KHỦNG HOẢNG TIỀN TỆ THẾ GIỚI.....	24
2.1. Vấn đề nợ công trên thế giới hiện nay	24
2.2. Nguy cơ xảy ra một cuộc khủng hoảng tiền tệ.....	29
2.3. Tác động của cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu đối với Việt Nam.....	35
III: THÂM HỤT KÉP KÉO DÀI VÀ NHỮNG RỦI RO ĐỐI VỚI VIỆT NAM	37
3.1. Thực trạng nợ công của Việt Nam.....	37
3.2. Thị trường trái phiếu chính phủ Việt Nam.....	42
3.3. Tình trạng thâm hụt tài khóa và thâm hụt cán cân vãng lai của Việt Nam	45
3.4. Nợ công gia tăng cùng lạm phát	47
3.5. Khuyến nghị đối với Việt Nam.....	48

DANH MỤC BẢNG BIỂU VÀ ĐỒ THỊ

Bảng 1: Nợ chính phủ của một số nước thuộc khối OECD (1980 – 1990).....	1
Bảng 2: Một số nghiên cứu lý thuyết về tác động của thâm hụt ngân sách đối với các biến vĩ mô	3
Bảng 3: 12 chỉ số để phân tích độ lành mạnh tài khóa	7
Bảng 4: Ngưỡng an toàn các chỉ tiêu nợ công của Việt Nam năm 2010	7
Bảng 5: Một số cuộc khủng hoảng trong giai đoạn 1970 – 2000	22
Bảng 6 : Một số cuộc khủng hoảng nợ gần đây	22
Bảng 7: Tổng số dư nợ có rủi ro cao của các ngân hàng ở các nước châu Âu liên quan đến nợ công và nợ tư nhân tính đến 12/2010.....	31
Bảng 8: Tình hình nợ công của Việt Nam năm 2009, 2010	37
Bảng 9: Trả nợ trong cân đối ngân sách hàng năm (2006-2007).....	38
Bảng 10: Tình trạng nợ nước ngoài của Việt Nam 2006 - 2010.....	39
Bảng 11: Các chỉ tiêu giám sát về nợ nước ngoài	40
Bảng 12: Cung và cầu ngoại tệ (2010) – cán cân thanh toán Việt Nam 2010....	41
Bảng 13: Thâm hụt ngân sách và thâm hụt cán cân vãng lai của Việt Nam 2005-2011	47
Bảng 14: Xếp hạng tín nhiệm quốc gia của Việt Nam so với các nước châu Á... 48	
Đồ thị 1: Tỷ lệ nợ/GDP và lãi suất trái phiếu trung bình trong giai đoạn 2003 – 2005	10
Đồ thị 2: Tỷ lệ nợ/GDP và xếp hạng tín dụng trung bình trong giai đoạn 2003 – 2005	10
Đồ thị 3: Sự tương tác giữa nợ công, khủng hoảng ngân hàng và khủng hoảng tiền tệ	1
Đồ thị 4 : Tỷ lệ nợ chính phủ bằng ngoại tệ ở một số nước	21
Đồ thị 5: Nợ trong nước và nợ nước ngoài của các nước có thu nhập thấp và trung bình.....	21
Đồ thị 6: Nợ công trên toàn cầu 2011	24
Đồ thị 7: Tỷ lệ nợ công/GDP của Mỹ.....	25

Đồ thị 8: Cơ cấu nợ công ở châu Âu năm 2009	27
Đồ thị 9: Lãi suất trái phiếu Chính phủ các nước thuộc khu vực đồng tiền chung châu Âu kỳ hạn 10 năm.....	33
Đồ thị 10 : Lãi suất trái phiếu chính phủ của Việt Nam (2006-2011).....	44
Đồ thị 11 : Cơ cấu kỳ hạn của trái phiếu Chính phủ của Việt Nam.....	44
Đồ thị 12: Cơ cấu sở hữu trái phiếu Chính phủ.....	45
Đồ thị 13: Tình trạng nợ công và lạm phát của Việt Nam 2001 đến 2016*	47

I/ LÝ LUẬN VỀ KHỦNG HOẢNG NỢ CÔNG VÀ MỐI TƯƠNG QUAN GIỮA KHỦNG HOẢNG NỢ CÔNG VÀ KHỦNG HOẢNG TIỀN TỆ

1.1. Thâm hụt ngân sách là hiện tượng phổ biến ở hầu hết các quốc gia

Thâm hụt ngân sách (bội chi ngân sách) là tình trạng các khoản chi vượt quá các khoản thu trong cân đối ngân sách Nhà nước¹. Thâm hụt ngân sách xảy ra ở hầu hết các quốc gia bao gồm cả các nước phát triển và đang phát triển, ở hầu hết các giai đoạn của nền kinh tế. Từ những năm 1970, các nước OECD đã được ghi nhận là các nước vay nợ lớn với rất nhiều rủi ro phát sinh như lãi suất tăng cao, kéo theo hiệu ứng thoái lui đầu tư tư nhân. Mức thâm hụt ngân sách trung bình của các nước OECD đạt đến mức đỉnh 5% vào năm 1993 và sau đó giảm dần xuống mức xấp xỉ 0% vào năm 2000, trong đó có 16/30 nước đạt được trạng thái thặng dư do sự hỗ trợ từ tăng trưởng kinh tế. Ngân sách Mỹ thâm hụt khoảng 5,9% GDP vào năm 1992 và thặng dư khoảng 1,7% vào năm 2000². Tuy nhiên, đến năm 2008 thì tỷ lệ thâm hụt ngân sách của Mỹ đã lên tới 6,5% và tiếp tục tăng lên 12,8% trong năm 2009. Nhật Bản là nước có mức độ thâm hụt sâu kéo dài với tỷ lệ thặng dư ngân sách trên GDP đạt 2% vào đầu những năm 1990 đã chuyển sang thâm hụt 7,4% vào năm 2000. Năm 2010, tỷ lệ thâm hụt ngân sách của Nhật Bản là 9,2% GDP³. Trạng thái thâm hụt ngân sách được ghi nhận là phổ biến hơn so với trạng thái thặng dư.

Bảng 1: Nợ chính phủ của một số nước thuộc khối OECD (1980 – 1990)

	% GDP										
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Anh	46,1	49,3	47,6	46,5	47	46	46,1	44,3	41,9	37	32,6
Mỹ	42,3	41,4	46,2	49,2	50,9	55,7	59,2	61	61,9	62,2	63,9
Nhật Bản	51,4	56,1	60,1	65,8	67,3	67,7	71	73,5	71,4	68,3	68
Pháp	20,7	22	25,3	26,7	29,1	30,6	31,1	33,3	33,2	34	35,2

Nguồn: IMF

¹ Có 2 loại thâm hụt ngân sách: (i) Thâm hụt cơ cấu: các khoản thâm hụt do các chính sách chi tiêu tùy biến của chính phủ như trợ cấp bảo hiểm xã hội, chi giáo dục, quốc phòng; (ii) Thâm hụt chu kỳ: các khoản thâm hụt biến thiên theo chu kỳ kinh tế. Ví dụ như khi nền kinh tế rơi vào suy thoái, tỷ lệ thất nghiệp tăng dẫn đến thu ngân sách từ thuế giảm xuống, trong khi đó chi ngân sách cho trợ cấp thất nghiệp lại tăng lên.

² Herbert Hoover, Fiscal indicator, Guide to Indicators, Making sense of Economics – Sixth edition – The Economist

³ IMF, Fiscal Monitor, 11/2011 Economic

Tại sao chính phủ ở hầu hết các nước được phép chi tiêu nhiều hơn phần thu của họ và trạng thái này có những tác động tích cực và tiêu cực như thế nào cho nền kinh tế?

Loại bỏ các yếu tố về chính trị có thể thấy, việc cho phép thâm hụt ngân sách đồng nghĩa với việc mở rộng dư địa của các biện pháp tài khóa, cho phép chính phủ sử dụng các biện pháp tài khóa nhiều hơn để tác động đến nền kinh tế và duy trì các chương trình an sinh xã hội. Tương tự như các hoạt động tài chính tư nhân, việc vay nợ trong hiện tại của chính phủ nhằm mục đích đầu tư để tạo ra sự tăng trưởng kinh tế với kỳ vọng về mức độ tăng trưởng trong tương lai cao hơn mức chi phí cho các khoản vay nợ hiện tại do đó lợi ích thu được hoàn toàn bù đắp được các chi phí vay đồng thời mang lại lợi ích cho nền kinh tế - xã hội. Tuy nhiên, trong thực tế, việc cho phép thâm hụt ngân sách và vay nợ của chính phủ để bù đắp mang lại cả những tác động tích cực và tiêu cực.

Đã có nhiều nghiên cứu về tác động của thâm hụt ngân sách đối với các biến vĩ mô (tăng trưởng kinh tế, đầu tư, cán cân vãng lai, lãi suất, tỷ giá, lạm phát) bao gồm cả các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm, trong đó có 3 quan điểm chính như sau:

- Quan điểm của trường phái kinh tế tân cổ điển: Các nhà nghiên cứu trường phái tân cổ điển cho rằng gia tăng chi tiêu chính phủ (thâm hụt tài khóa tăng) làm cho tổng mức tiêu dùng hiện tại tăng lên. Trong điều kiện toàn dụng lao động, gia tăng tiêu dùng làm giảm tiết kiệm. Lãi suất do đó sẽ tăng để đạt được trạng thái cân bằng trên thị trường vốn. Lãi suất tăng thì lại tác động làm giảm đầu tư tư nhân (hay còn gọi là hiện tượng thoái lui đầu tư tư nhân) – hiệu ứng “Crowding-out”). Các nhà nghiên cứu trên quan điểm của trường phái tân cổ điển chủ yếu cho rằng tăng thâm hụt ngân sách sẽ tác động tiêu cực đối với kinh tế vĩ mô.

- Quan điểm của trường phái Keynes thì ngược lại cho rằng: thâm hụt tài khóa hay tăng chi tiêu chính phủ hiện tại là nhân tố mở rộng tổng cầu. Do đó, sản xuất nội địa sẽ gia tăng để đáp ứng sự tăng lên của tổng cầu. Các nhà đầu tư tư nhân lạc quan hơn về nền kinh tế nên sẽ gia tăng đầu tư. Vì vậy, thâm hụt ngân sách không những không làm thoái lui đầu tư tư nhân mà còn thúc đẩy mở rộng đầu tư tư nhân⁴ – hiệu ứng “crowding – in”. Các nhà nghiên cứu theo quan điểm của trường phái Keynes chủ yếu cho rằng thâm hụt ngân sách tạo ra

⁴ Eisner (1989)

những tác động tích cực đối với kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên hạn chế của mô hình Keynes là phải dựa trên giả định rằng các nhà đầu tư sẽ lạc quan hơn về nền kinh tế khi chính phủ gia tăng chi tiêu.

- Các nhà nghiên cứu theo hướng tiếp cận của Ricardo mà tiêu biểu là Barro (1989) lại cho rằng: Thâm hụt ngân sách do gia tăng chi tiêu của chính phủ phải được bù đắp trong hiện tại hoặc tương lai với tổng giá trị hiện tại ròng của các khoản thu sẽ phải bằng tổng giá trị hiện tại ròng của các khoản chi. Do đó, việc giảm thuế hiện tại đồng nghĩa với việc tăng thuế trong tương lai. Trong dài hạn, thâm hụt ngân sách không làm thay đổi lãi suất cũng như không tác động lên các biến vĩ mô khác. (Xem thêm bảng 2)

Bảng 2: Một số nghiên cứu lý thuyết về tác động của thâm hụt ngân sách đối với các biến vĩ mô

Tác giả	Kết luận
Premchand (1984)	Thâm hụt ngân sách dẫn tới việc chính phủ phải phát hành trái phiếu để huy động nguồn vốn bù đắp. Để có thể thu hút được vốn, các trái phiếu của chính phủ phải có lãi suất cao hơn. Điều này sẽ gây khó khăn cho trái phiếu của doanh nghiệp và do đó sẽ làm suy giảm đầu tư và tiêu dùng tư nhân
Aschauer (1989), Eisner (1989), Heng (1997)	Sự tăng cao của đầu tư công có thể làm gia tăng sản lượng cận biên của vốn tư nhân, và do đó làm gia tăng đầu tư tư nhân (hiệu ứng “crowd – in”)
Metzler (1951), Patinkin (1965), Friedman (1968), Dywer (1982), Miller (1983)	Thâm hụt ngân sách là một nhân tố cơ bản gây nên lạm phát.
Sargent và Wallace (1981)	Ngân hàng trung ương sẽ buộc phải in thêm tiền để tài trợ thâm hụt ngân sách, không sớm thì muộn. Kết quả của việc in thêm tiền đó là cung tiền tăng và lạm phát sẽ xảy ra, ít nhất là trong dài hạn.

Tác giả	Kết luận
Fleming (1962), Mundell (1963), Volcker (1987), Kearney và Monadjemi (1990)	Thâm hụt ngân sách có thể kéo theo thâm hụt thương mại theo hai cách. Thứ nhất, thâm hụt ngân sách dẫn đến áp lực tăng lãi suất, do đó thu hút dòng vốn vào, gây ra áp lực tăng giá nội tệ và vì vậy thúc đẩy nhập khẩu và hạn chế xuất khẩu. Thứ hai, thâm hụt ngân sách làm tăng tiêu dùng nội địa và do đó gia tăng nhập khẩu để đáp ứng nhu cầu tiêu dùng, làm tăng thâm hụt cán cân thương mại.
Ball và Mankiw (1995)	Trong dài hạn, sản lượng của một nền kinh tế được quyết định bởi năng lực sản xuất, và năng lực sản xuất thì lại được quyết định bởi vốn đầu tư. Thâm hụt ngân sách tăng tác động tiêu cực lên quy mô vốn, do đó, làm giảm khả năng cung ứng dịch vụ và hàng hóa của nền kinh tế. Thâm hụt ngân sách đồng nghĩa với chi tiêu tăng và tiết kiệm giảm và vì tiết kiệm thì bằng cán cân vãng lai + đầu tư ⁵ , nên khi tiết kiệm giảm thì hoặc đầu tư phải giảm hoặc cán cân vãng lai giảm. Quy mô thị vốn nội địa giảm sẽ làm giảm tăng sở hữu nước ngoài trong nền kinh tế.
Barro (1974)	Nếu dân chúng cho rằng thâm hụt hiện tại phải được bù đắp bằng các nghĩa vụ thuế trong tương lai, họ sẽ tăng tiết kiệm bằng với mức tăng thuế trong tương lai. Do đó, sẽ không có bất kỳ sự tác động nào lên lãi suất và tỷ giá.
Allen (1977), Bisignano và Hoover (1982)	Thâm hụt tài khóa kết hợp với thắt chặt chính sách tiền tệ sẽ làm tăng tỷ giá.
Hakkio (1996)	Thâm hụt tài khóa tác động lên tỷ giá theo hai cách trực tiếp và gián tiếp. Một cách trực tiếp, khi thâm hụt giảm, nhu cầu vốn vay giảm. Điều này khiến cho lãi suất giảm xuất và dòng vốn chảy ra. Do đó, cầu ngoại tệ tăng và nội tệ mất giá. Một cách gián tiếp, thị trường kỳ vọng về mức thâm hụt và tỷ giá trong tương lai sẽ dẫn đến những biến động lập tức của tỷ giá trên thị trường.
Friedman (1986)	Trong trường hợp thâm hụt tài khóa được tài trợ bằng cách in thêm tiền thì nó sẽ gây ra lạm phát. Trong trường hợp thâm hụt tài khóa được tài trợ bằng phát hành trái phiếu thì khả năng tác động của nó lại phụ thuộc vào cách mà các nhà làm

⁵ Ta có phương trình: Tiết kiệm – Đầu tư = Cán cân vãng lai (S-I=CA)

Tác giả	Kết luận
	chính sách tiền tệ điều hành. Nếu họ muốn cố định lãi suất thì họ phải cung ứng thêm tiền và do đó, lạm phát sẽ xảy ra.

Nguồn: Tổng hợp

Có thể thấy, tác động của thâm hụt tài khóa đối với nền kinh tế là tích cực hay tiêu cực phụ thuộc nhiều vào việc chính phủ lựa chọn phương thức nào để tài trợ cho các khoản thâm hụt đó.

Nhìn chung, các quốc gia sẽ áp dụng một số biện pháp chủ yếu sau đây để đối phó với thâm hụt ngân sách:

Một là, Nhà nước phát hành thêm tiền. Giải pháp này có thể giúp bù đắp thâm hụt ngân sách tức thời nhưng có hạn chế lớn là gây ra lạm phát do tạo thêm một lượng lớn cơ sở tiền tệ.

Hai là, vay nợ trong và ngoài nước. Vay nợ trong nước thông qua phát hành các công cụ nợ và ký kết thỏa thuận vay sẽ làm giảm khả năng tiếp cận nguồn vốn của khu vực tư nhân và gây sức ép làm tăng mặt bằng lãi suất trong nước. Việc vay nợ có thể được thực hiện thông qua nhiều hình thức khác nhau như vay nợ song phương và đa phương, phát hành trái phiếu.

Ba là, tăng các nguồn thu ngân sách. Việc tăng các khoản thu, mà chủ yếu là thuế sẽ giúp bù đắp bội chi ngân sách. Tuy nhiên, nếu chính sách tăng thuế không hợp lý sẽ làm triệt tiêu động lực sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp trong nước, dẫn đến giá cả hàng hóa tăng gây ảnh hưởng tiêu cực đến đời sống nhân dân.

Bốn là, giảm thiểu tối đa chi ngân sách. Để đạt được điều này, Nhà nước chỉ chọn lựa đầu tư vào những dự án chủ chốt mang lại hiệu quả cao, thiết thực để tạo ra những đột phá cho phát triển kinh tế, xã hội. Bên cạnh đó, rà soát lại các khoản chi thường xuyên của các cơ quan Nhà nước để cắt giảm những khoản mục không thực sự cần thiết.

Các biện pháp thứ ba và thứ tư hầu như không thể thực hiện trong ngắn hạn. Do đó, hai biện pháp này thường chỉ được đặt ra như là các mục tiêu trong dài hạn nhằm làm lành mạnh hóa cán cân tài chính của chính phủ. Đồng thời hai biện pháp này cũng có thể được sử dụng trong các thời kỳ kinh tế phát triển lành mạnh nhằm tạo ra các bước đệm cho thời kỳ khủng hoảng. Như vậy về cơ bản có hai biện pháp bù đắp thâm hụt ngân sách chính là phát hành tiền

(money-financed deficits) và vay nợ (non-monetised deficits). Trong đó, biện pháp phát hành tiền để bù đắp thâm hụt ngân sách thường được xem là nguyên nhân quan trọng dẫn tới lạm phát cao ở một số cuộc khủng hoảng trong lịch sử. Hiện nay thì biện pháp này đã không được sử dụng ở hầu hết các quốc gia. Các biện pháp tài trợ như phát hành trái phiếu thường không tác động trực tiếp tới lạm phát, tuy nhiên, thường tác động đến lãi suất. Khi mức lãi suất tăng cao thì cũng có thể thúc đẩy khu vực tài chính sáng tạo ra các công cụ tài chính mới khiến cho trái phiếu có thể thay thế cho tiền. Và vì vậy, nó vẫn tạo ra những tác động đối với lạm phát.

1.2. Nợ công và các chỉ tiêu an toàn về nợ công

Cho đến nay khái niệm “nợ công” (public debt) vẫn chưa được thống nhất giữa các quốc gia và tổ chức trên thế giới do tính phức tạp của nó và sự khác biệt trong quan niệm của các nước. Theo cách tiếp cận của Ngân hàng thế giới, nợ công được hiểu là *“nghĩa vụ nợ của bốn nhóm chủ thể bao gồm: nợ của Chính phủ trung ương và các Bộ, ban, ngành trung ương; nợ của các cấp chính quyền địa phương; nợ của Ngân hàng Trung ương; và nợ của các tổ chức độc lập mà Chính phủ sở hữu trên 50% vốn, hoặc việc quyết lập ngân sách phải được sự phê duyệt của Chính phủ hoặc Chính phủ là người chịu trách nhiệm trả nợ trong trường hợp tổ chức đó vỡ nợ”*.

Theo quy định của Việt Nam được quy định tại Điều 1, Luật quản lý nợ công (2009), nợ công bao gồm nợ chính phủ, nợ được chính phủ bảo lãnh và nợ chính quyền địa phương. Như vậy phạm vi về nợ công của Việt Nam là nhỏ hơn so với cách hiểu của Ngân hàng thế giới. Thực tế này sẽ tác động không nhỏ tới việc thống kê và đánh giá quy mô cũng như mức độ nợ công của Việt Nam.

Để đánh giá tình trạng nợ công của một nước, các quốc gia trên thế giới cũng như các tổ chức tài chính quốc tế như Ngân hàng thế giới, Quỹ tiền tệ quốc tế đã thiết lập các chỉ tiêu đo lường mức độ an toàn nợ công như: Nợ công/GDP, Nợ nước ngoài/GDP; Nghĩa vụ trả nợ nước ngoài của quốc gia so với tổng kim ngạch xuất nhập khẩu; Nợ chính phủ so với thu ngân sách Nhà nước; Nghĩa vụ nợ dự phòng so với thu ngân sách Nhà nước; Hạn mức vay thương mại nước ngoài và bảo lãnh vay nước ngoài của chính phủ... Đối với các nước phát triển, chính phủ các nước này thường đồng thời vừa là con nợ, vừa là chủ nợ nên chỉ tiêu về nợ công bao gồm cả tổng nợ và nợ ròng (nợ ròng = nợ - vay nợ).

Bảng 3: 12 chỉ số để phân tích độ lành mạnh tài khóa

1.	Chênh lệch giữa lãi suất trung bình của các khoản vay nợ của chính phủ với tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế (The interest rate –growth differential (IRGD)) ⁶ .
2.	Các cân bằng cơ bản được điều chỉnh theo chu kỳ (Cyclically adjusted primary balance)
3.	Tổng nợ (Gross debt)
4.	Nhu cầu vốn của chính phủ : được tính bằng thâm hụt ngân sách + các khoản chi phí cần thiết để trả cho các khoản nợ đáo hạn trong năm (Gross financing needs)
5.	Nợ ngắn hạn (Short-term debt)
6.	Nợ phải trả bằng ngoại tệ (Foreign- currency- denominated debt)
7.	Nợ do người không cư trú nắm giữ (Debt held by nonresidents)
8.	Kỳ hạn nợ trung bình (Average debt maturity)
9.	Nợ nước ngoài ngắn hạn (Short- term external debt)
10.	Tỷ lệ sinh (Fertility rate)
11.	Tỷ lệ phụ thuộc (Dependency ratio)
12.	Các khoản hưu trí dài hạn và chi tiêu cho y tế (Long term public pension (liability) and health spending)

Nguồn: IMF

Bảng 4: Ngưỡng an toàn các chỉ tiêu nợ công của Việt Nam năm 2010

Chỉ tiêu	Tỷ lệ an toàn
Nợ chính phủ so với GDP	$\leq 50\%$
Nợ nước ngoài của quốc gia so với GDP	$\leq 50\%$
Nghĩa vụ trả nợ của chính phủ so với thu NSNN (bao gồm cả nợ nước ngoài và nợ trong nước)	$\leq 30\%$
Nghĩa vụ trả nợ nước ngoài trung dài hạn so với xuất khẩu	$\leq 25\%$

Nguồn: Cục Quản lý nợ và Tài chính đối ngoại – Bộ Tài chính

⁶ Barth et al (1986) cho rằng, khi tốc độ tăng trưởng kinh tế cao hơn lãi suất trung bình của các khoản vay nợ của chính phủ thì chính phủ không cần có các biện pháp tăng thuế để bù đắp nợ, do đó, nợ công lúc này được xem như là tài sản ròng của quốc gia vì nó có khả năng tạo ra giá trị cao hơn là chi phí. Trong trường hợp mà lãi suất trung bình của các khoản nợ của chính phủ cao hơn tốc độ tăng trưởng kinh tế thì nợ công được xem là khá rủi ro.

1.3. Vỡ nợ và tái cấu trúc nợ

Vỡ nợ và tái cấu trúc nợ là biện pháp cho phép các nước đi vay giảm quy mô nợ hoặc kéo dài thời hạn trả nợ để qua đó tìm cách cung cấp tạm thời các nguồn tài trợ cho việc tiêu dùng hiện tại.

- **Vỡ nợ**

Cho đến nay, vẫn chưa có một định nghĩa học thuật chính thức về vỡ nợ chính phủ (Sovereign debt default) (sau đây gọi chung là vỡ nợ). Thậm chí, ngay cả khái niệm “chủ nợ” và “con nợ” cũng không rõ ràng. Quốc gia “con nợ” có thể được hiểu theo một nghĩa hẹp là chính phủ hay khu vực công nói riêng nhưng theo nghĩa rộng hơn cũng có thể bao hàm cả khu vực tư nhân trong nước. Tương tự như vậy, quốc gia “chủ nợ” có thể giới hạn ở khu vực thương mại nhưng cũng có thể bao hàm cả khu vực chính phủ nếu xét theo nghĩa rộng.

Một cách chung nhất, có thể hiểu *vỡ nợ quốc gia là tình trạng một quốc gia độc lập không thực hiện được đầy đủ các nghĩa vụ nợ của mình như đã cam kết (không hoàn trả nợ đúng hạn, không trả được nợ gốc/lãi hoặc cả nợ gốc và lãi).*

Quy mô nợ không đóng vai trò quyết định đối với khả năng vỡ nợ mà nguyên nhân hàng đầu dẫn đến rủi ro vỡ nợ là tính chất của các khoản nợ công và khả năng quản lý. Minh họa cho điều này, ta có thể thấy Hy Lạp lâm vào khủng hoảng nợ công, khi quy mô nợ lên tới 130% GDP, nhưng Ailen cũng bị khủng hoảng khi nợ công mới vào khoảng 70% GDP và nợ công của Bồ Đào Nha là gần 80% GDP (Vũ Đình Ánh, 2011). Hầu hết các vụ vỡ nợ đều xuất phát từ các nguyên nhân tài chính, tuy nhiên vẫn có những trường hợp hiểm hoi cá biệt với những nguyên nhân khác. Ví dụ như trường hợp vỡ nợ của Ecuador, quốc gia này cho rằng các khoản nợ mình đang gánh là không hợp lý và hợp pháp, nên đã chủ động để vỡ nợ vì những lý do mang tính “đạo đức”.

Thực tế cho thấy việc chính phủ các nước tuyên bố vỡ nợ lại thường rất ít khi xảy ra. Điều này xuất phát từ hai nguyên nhân: chính phủ có thể gặp khó khăn trong việc tiếp cận các nguồn cho vay trong tương lai; đồng thời vỡ nợ có thể gây ra những tác động xấu đối với tăng trưởng kinh tế và sự ổn định của khu vực tài chính.

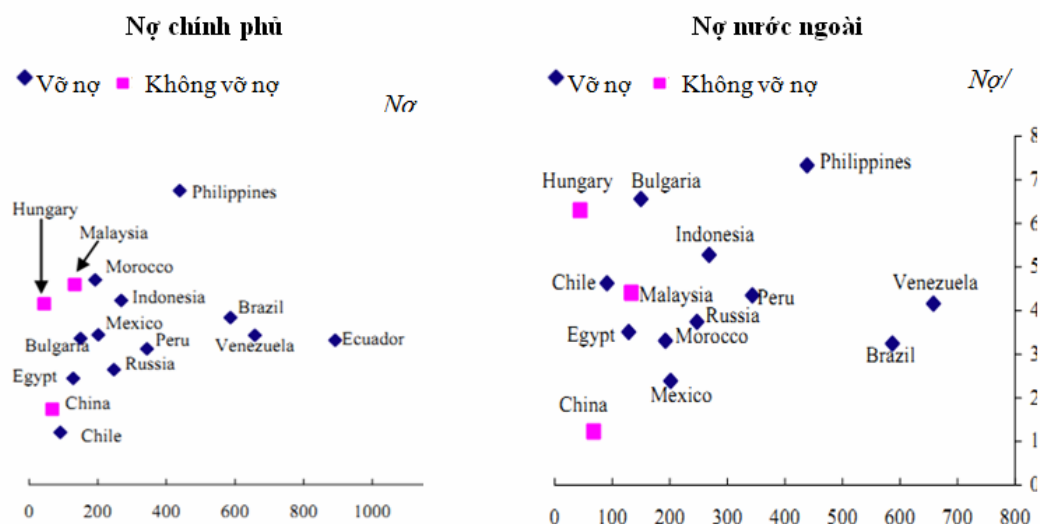
Nghiên cứu của Eaton và Gersovitz (1981) cho rằng nếu như chính phủ dự kiến mức giảm tiêu dùng trong tương lai vì không tiếp cận được các nguồn tài trợ (kết quả của việc vỡ nợ) bằng hoặc lớn hơn mức gia tăng chi tiêu trong hiện tại (nguyên nhân dẫn đến vỡ nợ) thì chính phủ thích chọn việc thất

chặt chi tiêu và trả nợ đúng hạn hơn. Tuyên bố vỡ nợ đồng nghĩa với việc danh tiếng của quốc gia giảm xuống, nhà đầu tư mất niềm tin dẫn đến không còn muốn đầu tư vào các trái phiếu nợ của chính phủ nước đó, đồng thời có thể rút lại các danh mục đã đầu tư, gây ra những căng thẳng về nguồn tài trợ đối với ngân sách.

Tuy nhiên cũng có những quan điểm khác nhau đối với vấn đề này. Rất nhiều các bằng chứng thực nghiệm (Lindert và Morton (1980), Jordgen và Sachs(1989), Medieros (2005)...) lại cho thấy vỡ nợ chính phủ không nhất thiết phải dẫn đến sự thắt chặt trong việc tiếp cận thị trường vốn. Nghiên cứu của Lindert và Morton cho giai đoạn những năm 1930 và những năm 1980 cho thấy, trong giai đoạn này, việc tiếp cận các khoản tín dụng từ bên ngoài đối với các nước bị vỡ nợ cũng không khó hơn so với các nước không bị vỡ nợ. Jorden và Sachs (1989) thấy rằng trong 2 thập kỷ sau cuộc khủng hoảng nợ công của những năm 1930, việc tiếp cận thị trường vốn quốc tế của các nước Mỹ La Tinh bị hạn chế nghiêm trọng đối với cả nước vỡ nợ và nước không bị vỡ nợ. Và khi thị trường vốn được mở rộng trở lại vào những năm 1960 thì các nước đã từng vỡ nợ cũng tiếp cận vốn dễ dàng như các nước không bị vỡ nợ. Xem xét các cuộc khủng hoảng nợ từ năm 1980 đến nay, Medieros (2005) cho rằng khả năng tiếp cận thị trường vốn sau khi bị vỡ nợ của các nước phụ thuộc phần lớn vào thị trường vốn quốc tế và diễn biến kinh tế vĩ mô trong nước tại thời điểm đó. Môi trường tài chính phát triển đã cho phép các nước vỡ nợ gần đây như Nga, Argentina và Ecuador tiếp cận trở lại đối với thị trường vốn nhanh hơn. Nghiên cứu của Gelos et al (2004) cho thấy thời gian trung bình để các nước bị vỡ nợ tiếp cận trở lại đối với thị trường vốn quốc tế đã giảm xuống mức 3,5 tháng vào những năm 1990 so với mức 4,5 năm vào những năm 1980.

Mặc dù vậy thì những nghiên cứu trên đều chỉ ra rằng, các nước đã bị vỡ nợ phải chịu các mức chi phí cao hơn để có thể tiếp tục vay trong tương lai. Các nước đã từng vỡ nợ thường phải chịu mức lãi suất trái phiếu cao hơn/ hay xếp hạng tín dụng quốc gia thấp hơn so với các nước không bị vỡ nợ kể cả khi các nước này có trạng thái nợ nước ngoài thấp hơn (xem thêm Biểu đồ 1, 2). Nghiên cứu của Ozler (1993) cho thấy rằng, trong suốt những năm 1970, các nước đã bị vỡ nợ trong giai đoạn trước đó (sau 1930) đã phải chịu mức lãi suất trung bình cao hơn 0,5% so với các nước không bị vỡ nợ. Reinhart et al (2003) cũng thấy rằng trong thời kỳ 1979 – 2000, các nước đang phát triển đã từng bị vỡ nợ nhận được xếp hạng tín dụng thấp hơn so với các nước không bị vỡ nợ mặc dù các nước này có tình trạng tài chính là tương đương nhau.

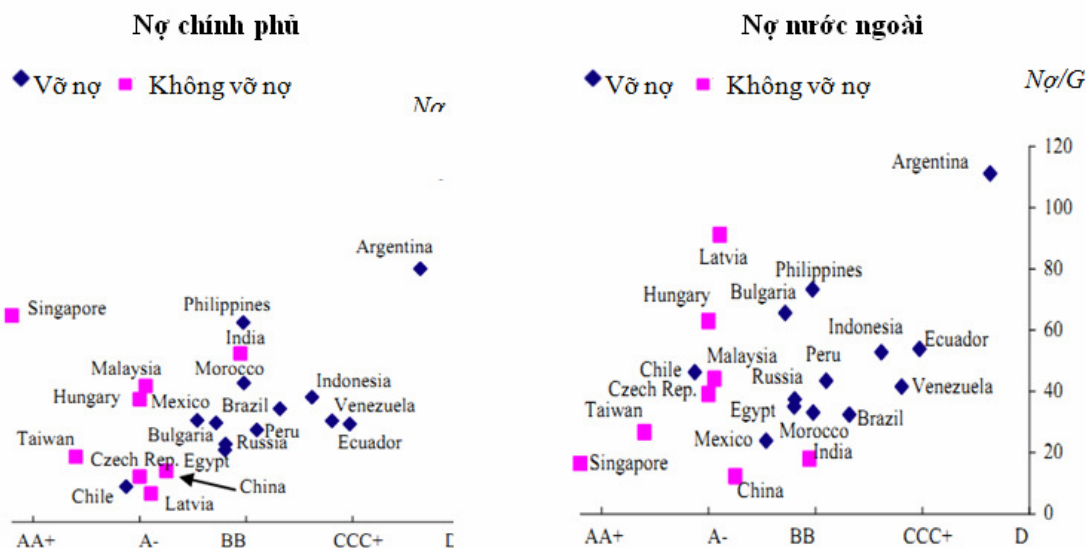
Đồ thị 1: Tỷ lệ nợ/GDP và lãi suất trái phiếu trung bình trong giai đoạn 2003 – 2005



Nợ chính phủ và nợ nước ngoài được tính trung bình trên số liệu vào thời điểm cuối các năm. Lãi suất trái phiếu là trung bình của chuỗi dữ liệu theo ngày.

Nguồn: IMF và JP Morgan

Đồ thị 2: Tỷ lệ nợ/GDP và xếp hạng tín dụng trung bình trong giai đoạn 2003 – 2005



Nợ chính phủ và nợ nước ngoài được tính trung bình trên số liệu vào thời điểm cuối các năm.

Điểm xếp hạng tín dụng được tính trung bình theo chuỗi dữ liệu tháng.

Nguồn: IMF và Standard and Poor's

Việc vỡ nợ cũng thường đi liền với sự suy giảm tốc độ tăng trưởng sản lượng quốc gia (Cohen (1992), Sturzenegger và Zettelmeyer (2006)). Trong các giai đoạn hậu khủng hoảng nợ, người cư trú thường không tiếp cận được các khoản vay trong nước cũng như nước ngoài, hoặc phải đi vay với lãi suất cao hơn. Điều đó làm giảm quy mô tiêu dùng, đầu tư và dẫn đến giảm tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế. Trong thực tế, những nguy cơ từ việc chi phí vay nợ tăng lên đối với chính phủ sau khi vỡ nợ không đủ để hạn chế việc các nước tuyên bố vỡ nợ mà nguyên nhân quan trọng nhất lại nằm ở việc vỡ nợ đồng thời cũng tác động nghiêm trọng lên tăng trưởng kinh tế.

- ***Tái cấu trúc nợ***

Khi một chính phủ không còn khả năng thực hiện các nghĩa vụ nợ của mình sẽ phải tiến hành tái cấu trúc nợ (sovereign debt restructurings – SDRs). Tái cấu trúc nợ là việc thay đổi các điều kiện và điều khoản trong hợp đồng nợ đã ký kết trước đó giữa quốc gia “chủ nợ” và quốc gia đi vay. Tái cấu trúc nợ công thường ở dưới dạng giảm mệnh giá của các trái phiếu cũ hay giá trị các khoản nợ đã vay, hoặc “hoán đổi nợ” (swaps) – tức là thay thế các trái phiếu không có khả năng thanh toán trước đó bằng các trái phiếu mới với lãi suất thấp hơn và kỳ hạn nợ dài hơn. Thông thường, những hợp đồng nợ mới này được chiết khấu rất cao và đây là một tổn thất cho chủ nợ.

Cho đến nay vẫn chưa có một cơ chế độc lập, thỏa đáng hay một diễn đàn phù hợp cho các quốc gia để cùng hợp tác giải quyết các vấn đề về nợ. Trên phạm vi quốc tế, hiện chỉ có 2 câu lạc bộ do một nhóm các chủ nợ liên kết với nhau thành lập để cùng thảo luận các vấn đề về tái cấu trúc nợ của quốc gia đi vay: Câu lạc bộ Luân Đôn của các ngân hàng thương mại lớn và Câu lạc bộ Paris của các nước giàu. Câu lạc bộ Luân Đôn gồm một nhóm các ngân hàng thương mại định kỳ nhóm họp để thảo luận, đàm phán việc cơ cấu lại các khoản nợ mà người đi vay là các chính phủ. Câu lạc bộ Paris thực chất là một diễn đàn của các quốc gia “chủ nợ”, trong đó thành phần chính là các chính phủ tham gia Ủy ban hỗ trợ phát triển thuộc OECD, đàm phán để cơ cấu lại các khoản nợ với một trong những con nợ của họ và lập thành một biên bản ghi nhớ. Biên bản ghi nhớ này không có giá trị pháp lý và việc cơ cấu lại nợ chỉ chính thức có hiệu lực sau khi một loạt các thỏa thuận song phương được đàm phán riêng lẻ bởi từng chủ nợ đã đạt được. Tuy nhiên, hệ thống tổ chức và hoạt động của 2 Câu lạc bộ này còn chưa chặt chẽ và các thành viên mới chỉ giới hạn trong một nhóm các chủ nợ, trong khi đó số lượng các chủ nợ là rất lớn và phân tán khiến cho quá trình

tái cấu trúc càng thêm phức tạp.

Ở một khía cạnh khác, nếu các quốc gia chủ nợ từ chối việc tái cấu trúc các khoản nợ và yêu cầu được thanh toán nợ đầy đủ và đúng hạn, không luật pháp nào cho phép quốc gia đi vay buộc họ phải chấp nhận thương lượng. Lịch sử đã ghi nhận những trường hợp các quốc gia chủ nợ thành lập một quỹ “kền kền” để mua lại các khoản nợ với giá thấp (các trái phiếu bị mất giá do vấn đề thanh khoản). Sau khi tích lũy được một lượng lớn các trái phiếu, trước tòa án kinh tế, họ có thể đòi hỏi các điều kiện tài chính có lợi cho riêng họ mà không màng đến quyền lợi của số đông các chủ nợ khác, điều này làm cản trở quá trình tái cấu trúc nợ. Các nhà đầu tư của quỹ “kền kền” thường nộp đơn kiện theo đúng luật pháp nước họ về các hợp đồng trái phiếu, mà thông thường có hiệu lực ở bên ngoài lãnh thổ của nhà nước đi vay.

Đối với các quốc gia đi vay, tái cấu trúc nợ công dưới hình thức tự nguyện hay bắt buộc sẽ cho ra các kịch bản khác nhau đối với các khoản nợ của những nước này. Các cơ quan xếp hạng, như S&P sẽ hạ mức tín nhiệm toàn bộ trái phiếu của một quốc gia xuống mức vỡ nợ một phần (selective default) nếu quốc gia đó không thực hiện được một hay nhiều nghĩa vụ tài chính của mình khi đến hạn. Việc hạ mức tín nhiệm này diễn ra một cách tự động nếu việc tái cấu trúc là do bắt buộc (ví dụ khi việc vỡ nợ diễn ra dưới sức ép của một quốc gia khác). Đối với tái cấu trúc tự nguyện, chỉ các trái phiếu cũ mới bị xếp hạng vỡ nợ một phần một khi cơ quan xếp hạng thấy rằng việc hoán đổi nợ sẽ thành công. Do đó, tái cấu trúc tự nguyện sẽ ít tốn kém hơn so với tái cấu trúc bắt buộc (Stefan Collignon, 2011).

Tuy nhiên, cái giá phải trả cho tái cấu trúc nợ tự nguyện cũng rất đáng kể, ngay cả khi nó có thể thấp hơn chi phí cho tái cấu trúc bắt buộc. Tái cấu trúc tự nguyện thường được thực hiện vì những mục đích thanh khoản. Nếu việc tái cấu trúc này bị các thành viên tham gia thị trường nhận định là sẽ không giải quyết được các vấn đề kinh tế mấu chốt, khả năng xảy ra vỡ nợ lần hai sau khi tái cấu trúc là rất cao.

Mặc dù vậy, chi phí lớn nhất của quyết định tái cấu trúc là sự tiềm ẩn rủi ro khủng hoảng ngân hàng. Các ngân hàng nắm giữ một lượng lớn trái phiếu chính phủ trong danh mục đầu tư của mình nên một sự xóa nợ hay giảm giá trị hiện tại ròng của các tài sản này sẽ làm suy giảm nghiêm trọng tài sản và vốn thuần của các ngân hàng. Điều này sẽ tác động tiêu cực đến khả năng cho vay của các ngân hàng. Tuy nhiên, việc đẩy phần lớn gánh nặng cho ngân

hàng không phải là một giải pháp triệt để, thậm chí còn khiến tình hình tồi tệ hơn khi mà cuộc khủng hoảng ngân hàng hoàn toàn có khả năng xảy ra làm rối loạn hệ thống tài chính quốc gia.

1.4. Mối tương quan giữa khủng hoảng nợ công và khủng hoảng tiền tệ

1.4.1. Thâm hụt tài khóa và thâm hụt cán cân vãng lai

Nhiều nhà nghiên cứu kinh tế đã chỉ ra sợi dây nối giữa khủng hoảng nợ công và khủng hoảng tiền tệ thông qua mối quan hệ giữa cán cân tài khóa và cán cân vãng lai. Việc phát sinh thâm hụt tài khóa khiến cán cân vãng lai thâm hụt, kéo theo trạng thái nợ nước ngoài của quốc gia đó tăng lên, và làm gia tăng khả năng khủng hoảng tiền tệ.

Nếu cán cân ngân sách nhà nước phản ánh hoạt động của Nhà nước thì cán cân vãng lai là một trong những chỉ tiêu được sử dụng phổ biến nhất để đánh giá tình hình đối ngoại của một nền kinh tế. Nó phản ánh kết quả các giao dịch tài chính ngắn hạn (dưới 1 năm) với bên ngoài. Khi cán cân vãng lai mất cân đối nghiêm trọng và kéo dài thì thường có nguy cơ khủng hoảng kinh tế. Điều này cũng giống như vay nợ ngắn hạn quá nhiều, dẫn tới không thể trả được nợ.

Lý thuyết kinh tế học cho chúng ta biết mối quan hệ giữa cán cân vãng lai với đầu tư và tiết kiệm của một quốc gia :

$$S - I = CA \quad (1)$$

Trong đó

S: Tiết kiệm quốc gia

I: Đầu tư

CA: Cán đối cán cân thanh toán vãng lai.

Qua đó, cán cân vãng lai được tính bằng lượng chênh lệch giữa tiết kiệm và đầu tư quốc gia (như phương trình (1))

Tách riêng các thành phần đầu tư, tiết kiệm của khu vực nhà nước (g)(tiết kiệm chính phủ - hay còn được gọi là thành phần cân đối của ngân sách chính phủ, có giá trị bằng số đối của thâm hụt ngân sách chính phủ) và khu vực tư nhân (p), chúng ta có:

$$(S_g + S_p) - (I_g + I_p) = CA$$

hay nếu nhóm các yếu tố theo cùng một khu vực:

$$(Sg - Ig) + (Sp - Ip) = CA \quad (2)$$

Công thức khai triển ở phương trình (2) thường được sử dụng như nền tảng cơ bản cho “lý thuyết thâm hụt kép”, hay chính là mối tương quan cùng chiều giữa tài khoản vãng lai với tiết kiệm chính phủ (hoặc cũng có thể hiểu là mối tương quan dương giữa thâm hụt tài khoản vãng lai và thâm hụt ngân sách). Theo đó, khi các yếu tố khác là không đổi, thì tiết kiệm chính phủ và tài khoản vãng lai sẽ di chuyển cùng chiều, nghĩa là: sự tăng trong thâm hụt ngân sách chính phủ sẽ dẫn đến sự gia tăng thâm hụt trong tài khoản vãng lai và ngược lại. Ở đây, Ngân sách chính phủ có thể tác động trực tiếp đến cán cân vãng lai thông qua tăng (giảm) nhu cầu đầu tư và tiêu dùng hàng hóa – dịch vụ hoặc tăng (giảm) thuế của mình. Nếu Chính phủ thực hiện chính sách tài khóa mở rộng (tăng thâm hụt ngân sách), việc tăng tiêu dùng hàng hóa – dịch vụ và giảm thuế sẽ khuyến khích tăng cầu về nhập khẩu, khiến tăng thâm hụt cán cân thương mại, qua đó tăng thâm hụt cán cân vãng lai.

Cho đến nay, nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã tìm thấy bằng chứng cho thấy chính sách tài khóa mở rộng làm tồi tệ hơn cán cân vãng lai. Công trình Beetsma et al (2007) nghiên cứu một số nước EU, tính toán rằng tăng chi tiêu ngân sách lên 1 điểm phần trăm GDP sẽ làm thâm hụt cán cân thương mại tăng 0,5 điểm phần trăm GDP trong năm đầu và lên 0,8 sau 2 năm. Ngoài ra, họ cũng tìm thấy bằng chứng rõ nét hơn về giả thuyết thâm hụt kép (mặc dù chỉ về tác động) ở Anh, Úc, và Canada. Kết quả tương tự trong nghiên cứu của Corsetti và Muller (2006). Hơn thế nữa, nghiên cứu của Corsetti và Muller còn cho thấy tác động của những cú sốc tài khóa lên cán cân vãng lai dường như lớn và lâu dài hơn trong nền kinh tế có tỷ trọng thương mại cao trong GDP (Canada và Anh quốc) so với các nền kinh tế có tỷ trọng thương mại chiếm tỷ lệ nhỏ trong GDP (Mỹ và Úc). Bổ sung thêm vào chứng minh thực tiễn, công trình của Abiad, Leigh, và Mody (2009) nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến cán cân vãng lai (theo % GDP) cho 135 quốc gia (giai đoạn 1975-2004), tìm ra hệ số tương quan của cán cân vãng lai với cán cân ngân sách là 0,3. Thêm vào đó, nghiên cứu của Mohammadi (2004) sử dụng mẫu của 20 nước phát triển và 43 nước mới nổi, đang phát triển đã chứng minh được, một sự gia tăng chi tiêu dựa trên việc tăng thuế có thể khiến cán cân vãng lai thâm hụt từ 0,16-0,29% GDP (0,23-0,32% GDP cho các nước đang phát triển, và 0-0,26 đối với các nền kinh tế đã phát triển). Nếu khoản chi ngân sách được tài trợ bằng trái phiếu thì sẽ tăng thâm hụt cán cân vãng lai khoảng 0,45-0,72% GDP (0,55-0,81% GDP cho các nước đang phát triển, và 0,22-0,5% cho nền kinh tế đã phát triển). Kết quả tính

toán này có thể áp dụng cho cả trường hợp mở rộng hoặc thắt chặt tài khóa. Các nghiên cứu quan trọng khác của Quỹ tiền tệ quốc tế IMF (2008), áp dụng kỹ thuật mảng dữ liệu cho cả nền kinh tế đang và đã phát triển; phát hiện ra rằng 1 % GDP gia tăng trong chi tiêu chính phủ tác động đến kỳ vọng tăng tỷ giá hối đoái thực hiệu dụng từ 2,5 đến 3%; từ đó, tác động lên cán cân vãng lai. Mức độ tác động thực tế lên cán cân vãng lai tùy thuộc vào khả năng điều chỉnh linh hoạt tỷ giá hối đoái thực tế đối với điểm cân bằng, thâm hụt cán cân vãng lai có thể gia tăng nếu tỷ giá hối đoái thực cao hơn mức cân bằng của thị trường (vượt quá). Hay nhóm nghiên cứu Romer và Romer (2007) điều tra tác động ngoại sinh đến mức độ đánh thuế các hoạt động kinh tế ở Mỹ. Họ thu thập và sử dụng bài tường thuật, bài phát biểu của tổng thống, tài liệu cấp quản lý, các báo cáo Quốc hội để xác định quy mô, thời gian, và động lực chính cho các hoạt động thực thi chính sách thuế hậu chiến tranh. Cách phân tích này cho phép họ phân biệt sự thay đổi chính sách thuế do mục tiêu luật định (ví dụ mục đích trong việc giảm thâm hụt ngân sách tương lai, hoặc thúc đẩy tăng trưởng dài hạn) đến những thay đổi do triển vọng tương lai kinh tế, các biểu hiện phản chu kỳ, và chi tiêu chính phủ. Ước tính của họ chỉ ra rằng đánh thuế cao ảnh hưởng lớn và tiêu cực đến hoạt động đầu tư. Mà ta đã biết chi đầu tư phát triển là một nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến cán cân vãng lai nên kết quả thực nghiệm chỉ ra mối liên hệ thuận chiều giữa thắt chặt tài khóa và cải thiện cán cân vãng lai. Đồng nhất quan điểm đó, dựa vào sử dụng dữ liệu Romer-Romer, Feyrer và Shambaugh (2009) tính toán rằng một đồng đô la cắt giảm thuế bất ngờ ở Mỹ khiến thâm hụt cán cân vãng lai của Mỹ tăng 47 cent.

Tuy nhiên, đôi khi diễn ra mối quan hệ nghịch chiều giữa thâm hụt ngân sách và thâm hụt cán cân vãng lai. Một sự tăng lên của thâm hụt ngân sách thường kéo theo một sự giảm đầu tư tư nhân vì nhà nước huy động vốn của khu vực tư nhân để bù đắp thâm hụt ngân sách chính phủ tăng lên. Mặt khác, nếu như khu vực kinh tế tư nhân dự báo thâm hụt ngân sách sẽ kéo dài, trách nhiệm trả nợ ngày càng cao, thì tỷ lệ thuế sẽ tăng; khi đó họ sẽ phải tăng tiết kiệm, giảm đầu tư. Đây là hiệu ứng cân bằng Ricardo, trong đó khẳng định sự cân bằng giữa chi tiêu của nhà nước với thuế và đi vay vì mọi khoản nhà nước vay, suy cho cùng, sẽ đều phải được bù đắp bằng thuế trong thời kỳ sau. Nếu hiện tại Nhà nước chi tiêu nhiều thì tương lai, gánh nặng thuế sẽ tăng. Do đó, ở nhiều trường hợp, sự mở rộng chính sách tài khóa, làm tăng thâm hụt ngân sách nhưng đồng thời tăng chênh lệch tiết kiệm và đầu tư của khu vực tư nhân. Nếu sự gia tăng chênh lệch tiết kiệm và đầu tư của khu vực tư nhân cao hơn sự gia tăng chênh lệch của tiết kiệm và đầu tư khu vực công (sự gia tăng của thâm hụt ngân sách) thì

đôi lúc thâm hụt tài khóa lại góp phần làm giảm thâm hụt cán cân vãng lai.

Dù vậy, những nghiên cứu thực nghiệm phần lớn đều chứng minh được rằng thâm hụt ngân sách và thâm hụt cán cân vãng lai có mối quan hệ dương (đồng chiều); mối quan hệ trái chiều chỉ xảy ra trong trường hợp một số ít các nước (Mỹ, Úc).

1.4.2. Vòng xoáy nợ - lạm phát

Mối quan hệ giữa gia tăng nợ công và khủng hoảng lạm phát chủ yếu được hình thành do chính phủ các nước sử dụng biện pháp in tiền để tài trợ thâm hụt, làm gia tăng lượng tiền cơ sở và thúc đẩy giá cả leo thang. Hiện tượng này có thể thấy ở rất nhiều cuộc khủng hoảng lạm phát, tiêu biểu như là các giai đoạn lạm phát phi mã tại các nước Mỹ La Tinh trong những năm trước đây. Mặc dù hiện nay, hầu hết các quốc gia đều không cho phép sử dụng biện pháp in tiền để tài trợ thâm hụt tài khóa, nhưng thực tế, vẫn có những hình thức tài trợ tương tự như là Ngân hàng Trung ương mua trái phiếu chính phủ hay buộc các ngân hàng thương mại mua trái phiếu chính phủ và sau đó chiết khấu lại ở Ngân hàng trung ương...

Trong thế kỷ 20, chúng ta đã chứng kiến tổng cộng 15 cuộc khủng hoảng lạm phát trong đó có 5 trường hợp xảy ra ở khu vực Mỹ La Tinh như là cuộc khủng hoảng tại Bolivia (bắt đầu vào năm 1984 và kéo dài trong vòng 14 tháng); Nicaragua (từ năm 1987 và kéo dài trong 48 tháng); Peru (từ năm 1988 và kéo dài trong 8 tháng); Argentina (từ năm 1989 và kéo dài trong 11 tháng) và Brasil (từ năm 1989 và kéo dài trong 4 tháng).

Trước khi cuộc khủng hoảng nợ nổ ra, các chương trình đầu tư công và các chính sách dân sinh quá tham vọng đã dẫn tới thâm hụt tài chính và ngân sách rất lớn tại các nước này. Cần phải nhận thấy rằng việc chấp thuận các chính sách dân sinh với quy mô lớn là xuất phát từ một thực tế ở các nước này tồn tại một sự phân phối thu nhập không công bằng giữa một bên là tầng lớp giàu có, đủ quyền lực chính trị để tránh phải đóng thuế nhiều và bên kia là tầng lớp nghèo khổ, những người có nhiều nhu cầu về các dịch vụ công. Trong bối cảnh đó, khó có thể tăng thuế để bù lại khoản thâm hụt ngân sách. Đây được coi là điểm khác biệt quan trọng với khu vực Đông Á, nơi mà phân phối thu nhập công bằng hơn. Điều này cũng có thể được xem là một trong những lý giải tại sao các nước khu vực Đông Á lại ít bị tổn thương hơn do hậu quả của khủng hoảng nợ.

Thời kỳ trước khi nổ ra cuộc khủng hoảng nợ, việc vay nợ được nhiều và quá dễ dàng từ nước ngoài đã cho phép chính phủ các nước

này tránh được nguy cơ lạm phát. Trong năm 1982, do sự giảm liên tục của các điều kiện thương mại và lãi suất trên thị trường thế giới ngày càng tăng làm cho chi phí của các khoản nợ cũng tăng lên đáng kể trong khi dòng vốn vào cũng bị ngừng trệ. Trong điều kiện như vậy, sau khi rút hết dự trữ ngoại hối thì chính phủ các nước này buộc phải phụ thuộc chủ yếu vào in tiền để tài trợ thâm hụt tài khóa, và do đó, lạm phát cao đã xảy ra.

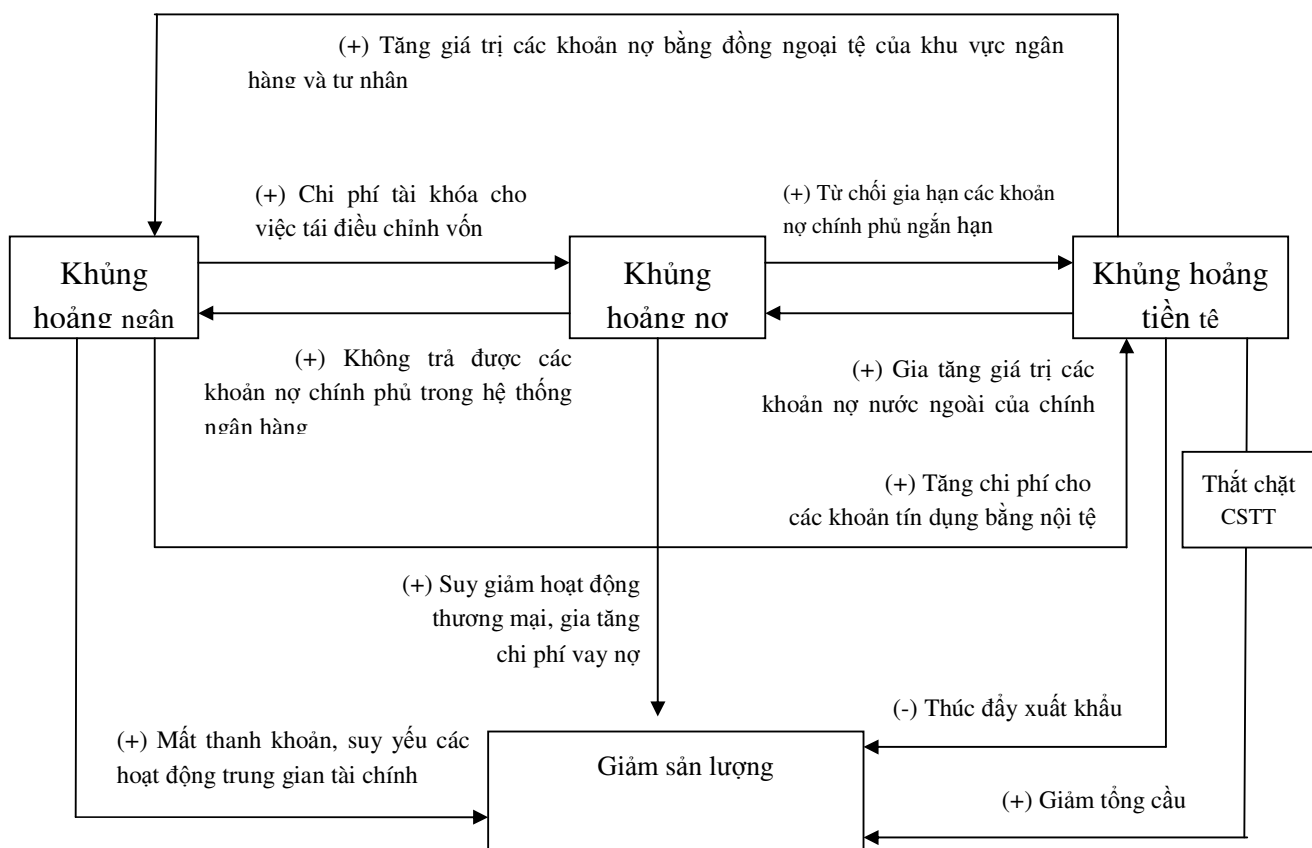
Vào thời kỳ đỉnh điểm, mức lạm phát của Bolivia đã lên tới 182.8%/tháng và kéo dài trong 18 tháng. Trong vòng 3 tháng, từ tháng 5 đến tháng 8/1985, lạm phát tại Bolivia đã lên tới 60.000%.

Trong những năm 50 và 60, tỷ lệ lạm phát của Argentina vào khoảng 30%/năm. Sang đến thập kỷ 70, tỷ lệ này tăng lên trên 100%/năm và đặc biệt tăng cao vào những năm cuối thập kỷ này. Không dừng lại ở đó, những năm cuối thập kỷ 80, lạm phát tiếp tục phi mã và lên tới 600%/năm, đặc biệt năm 1989, tỷ lệ lạm phát đã lên tới 12000%. Cho tới năm 1991, lạm phát tại nước này chưa bao giờ thấp hơn 100% do các chính sách tự do hóa giai đoạn 1977 – 1980 đã làm tăng gánh nặng nợ nần và tình trạng thoái vốn.

1.4.3. Khả năng xảy ra đồng thời khủng hoảng nợ công và khủng hoảng tiền tệ

Vỡ nợ và tái cấu trúc nợ có khả năng gây ra những tác động tiêu cực lên tài chính quốc gia và tăng trưởng kinh tế. Đặc biệt là ở những nước đang phát triển, nơi mà ngân hàng nội địa là nơi cung cấp tín dụng chủ yếu cho chính phủ, việc vỡ nợ của chính phủ có thể gây ra sự suy yếu nghiêm trọng trong hệ thống ngân hàng, làm mất khả năng thanh toán và châm ngòi cho một cuộc khủng hoảng ngân hàng bùng nổ. Trong tình huống chính phủ vỡ nợ, các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài cũng có thể lo ngại liệu chính phủ có đủ ngoại tệ để duy trì tỷ giá hối đoái. Việc phá giá nội tệ sẽ càng làm tăng giá trị của các khoản nợ chính phủ (tính bằng đồng nội tệ) và từ đó làm gia tăng mức độ rủi ro cho khu vực ngân hàng và phi ngân hàng trong nước. Trong tình huống này, thắt chặt chính sách tiền tệ có thể được lựa chọn như một giải pháp để hạn chế sự mất giá của đồng nội tệ nhưng trong ngắn hạn thì chi phí cho sự lựa chọn này sẽ là giảm tổng cầu trong nước dẫn đến giảm tốc độ tăng trưởng và hạn chế thanh khoản trong hệ thống ngân hàng. Các vòng xoáy luẩn quẩn giữa 3 vấn đề nợ công – tăng trưởng và ổn định hệ thống tài chính – tỷ giá liên tục tiếp nối nhau có thể dẫn đến bùng nổ cùng lúc khủng hoảng nợ công – khủng hoảng ngân hàng – và khủng hoảng tiền tệ.

Đồ thị 3: Sự tương tác giữa nợ công, khủng hoảng ngân hàng và khủng hoảng



Các ký hiệu +/- hàm ý gia tăng hoặc làm giảm tác động đến khủng hoảng và sản

Nguồn: Paoli, Hoggarth & Saporta, *Costs of sovereign default*, Bank of England, 2006

Nghiên cứu của Paoli, Hoggarth và Saporta (2006) đã cho thấy, giữa khủng hoảng nợ công, khủng hoảng ngân hàng và khủng hoảng tiền tệ có tác động qua lại rất mật thiết và đều có nguy cơ dẫn tới một sự suy giảm sản lượng. Mặt khác suy thoái kinh tế lại có thể là bước đệm dẫn xuất từ một cuộc khủng hoảng này sang một cuộc khủng hoảng khác.

Trong mối quan hệ phức tạp và nhiều chiều đó, sự dẫn xuất trực tiếp giữa khủng hoảng nợ công và khủng hoảng tiền tệ có thể là diễn ra theo cả hai chiều:

Đầu tiên, một cuộc khủng hoảng nợ có thể dẫn xuất trực tiếp đến khủng hoảng tiền tệ khi các khoản vay ngắn hạn của chính phủ bị từ chối gia hạn. Việc thừa nhận rằng khủng hoảng nợ công có thể dẫn đến giảm tốc độ tăng trưởng, tác động tiêu cực tới thương mại và việc làm như đã phân tích ở trên là cơ sở để xem xét nợ công như một trong những nguyên nhân của một cuộc suy

thoái kinh tế. Trong trường hợp này các nhà đầu tư không muốn gia tăng các khoản nợ và thu hồi phần lớn danh mục đầu tư ra khỏi nền kinh tế. Từ đó gia tăng áp lực giảm giá nội tệ hay nguy cơ xảy ra khủng hoảng tiền tệ tăng lên.

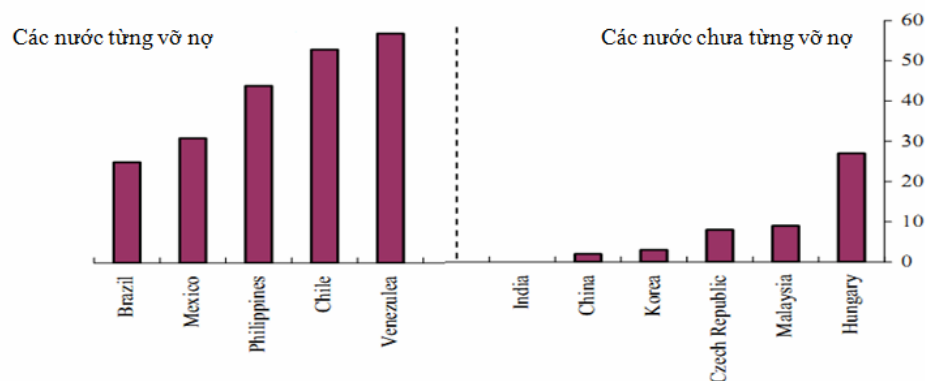
Một cuộc khủng hoảng nợ công cũng có thể dẫn đến khủng hoảng tiền tệ một cách trực tiếp khi thâm hụt ngân sách của chính phủ không được bù đắp bởi các nguồn vốn vay từ bên ngoài buộc chính phủ phải phụ thuộc vào việc in tiền để tài trợ và do đó gây ra siêu lạm phát như trường hợp của các Mỹ La Tinh.

Ngược lại, một cuộc khủng hoảng tiền tệ cũng có thể dẫn xuất sang khủng hoảng nợ công. Áp lực giữ giá nội tệ khi khủng hoảng tiền tệ xảy ra khiến các nước phải đối mặt với một trái thái cân bằng kém bền vững. Trong tình huống đó, họ phải lựa chọn phá giá nội tệ hay cố định tỷ giá. Cả hai lựa chọn này đều đòi hỏi những chi phí cao khiến chính phủ các nước phải lựa chọn dựa trên các nhân tố như trạng thái của nền kinh tế, cấu trúc thị trường tài chính, bảng cân đối của các ngân hàng, tình trạng ngân sách... Trong trường hợp chính phủ chọn cố định tỷ giá bằng cách tăng lãi suất trong ngắn hạn nhằm hạn chế dòng vốn ra và thu hút dòng vốn vào, lãi suất phải tăng cao đến mức tiếp tục duy trì được nhu cầu đầu cơ. Điều đó lại tác động đến nợ công theo hai cách: một là, tăng chi phí vay và do đó làm tăng rủi ro vỡ nợ trong tương lai; hai là chi tiêu và đầu tư trong nước giảm (do lãi suất tăng) dẫn tới suy giảm kinh tế, các nguồn thu ngân sách bị giới hạn và thâm hụt ngân sách gia tăng, đồng nghĩa với rủi ro vỡ nợ cũng tăng lên. Trong trường hợp chính phủ lựa chọn phá giá đồng nội tệ, họ cũng phải đối mặt với hai vấn đề. Một là dòng vốn ra; và hai là rủi ro danh tiếng. Việc chính phủ thả nổi tỷ giá để vượt qua khủng hoảng tiền tệ (khủng hoảng tiền tệ khu vực Châu Á 1997) dẫn tới xếp hạng tín dụng giảm xuống và chi phí để tiếp cận thị trường vốn tăng lên. Điều này một lần nữa lại dẫn đến các rủi ro vỡ nợ trong tương lai.

Bên cạnh đó, mối tương quan giữa thâm hụt tài khóa và thâm hụt cán cân vãng lai cũng như khủng hoảng nợ công và lạm phát phi mã như đã phân tích ở phần 1.4.1 và 1.4.2 đã cho thấy rất rõ nét sự tồn tại song hành của những bất ổn đối với khu vực tài khóa và khu vực tiền tệ ở nhiều nước. Đồng thời những bất ổn trong khu vực tài khóa có thể làm trầm trọng hơn những bất ổn trong khu vực tiền tệ và ngược lại. Điều đó dẫn đến khả năng cùng lúc xảy ra cả một cuộc khủng hoảng kép mà không nhất thiết phải có một cuộc khủng hoảng xảy ra trước.

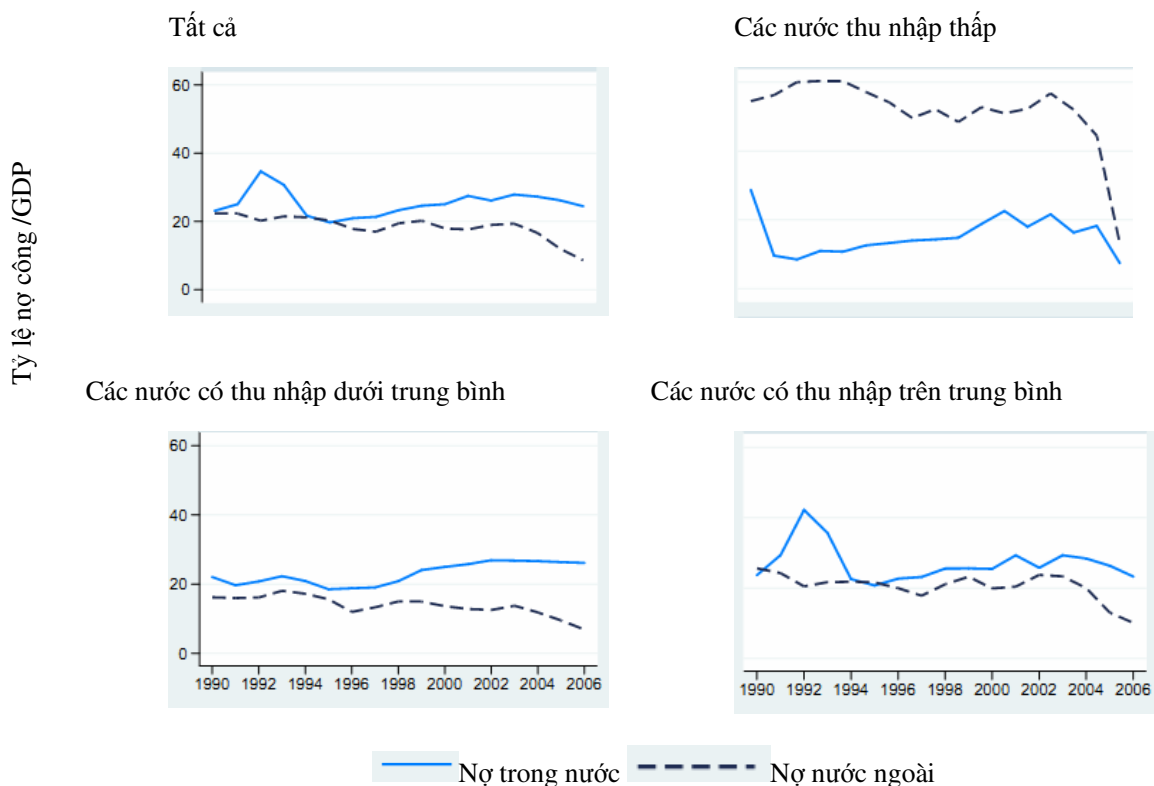
Ngoài các tình huống trên, các nước đang phát triển và các nền kinh tế mới nổi còn phải đối mặt với một tình trạng rủi ro khác được gọi là “Original sin” khi các nước này phải đi vay bằng đồng ngoại tệ. Rủi ro về mất cân đối đồng tiền trên bảng cân đối tài sản quốc gia dẫn đến việc các nước này phải tăng gấp đôi gánh nặng đối với nợ công. Khi các nước này muốn vay thêm hoặc phát hành thêm các trái phiếu nợ bằng ngoại tệ, họ đồng thời phải cam kết với các nhà đầu tư hai nội dung: (i) gia tăng thu thuế trong tương lai để tạo các nguồn bù đắp và trả nợ ; (ii) và các khoản thu này phải chuyển được thành ngoại tệ. Do đó, khi việc mất giá đồng tiền xảy ra thì có thể làm tăng chi phí nợ và gây ra khủng hoảng nợ vì chính phủ không thể ngay lập tức tăng thu thuế cao như mức mất giá của đồng nội tệ. Trong khi đó, thực tế các nước đã từng vỡ nợ lại có tỷ lệ phát hành trái phiếu bằng ngoại tệ cao hơn so với các nước chưa từng vỡ nợ. Nghiên cứu của Reinhart et al (2003) cho thấy trung bình trong thời kỳ 1996 – 2003, dư nợ chính phủ trong nước bằng đồng ngoại tệ của các nước đã từng vỡ nợ là 16%, trong khi hiện tượng này không xuất hiện ở các nước chưa từng vỡ nợ. Việc vỡ nợ làm gia tăng lo ngại của các nhà đầu tư khi lựa chọn mua các khoản nợ phát hành bằng đồng nội tệ của chính phủ các nước đã từng vỡ nợ. Như vậy rủi ro xảy ra đồng thời khủng hoảng nợ và khủng hoảng tiền tệ đối với các nước này là cao hơn so với nhóm các nước có thể huy động nợ nước ngoài bằng đồng nội tệ.

Đồ thị 4 : Tỷ lệ nợ chính phủ bằng ngoại tệ ở một số nước



Nguồn: Jeanne & Guscina, 2006

Đồ thị 5: Nợ trong nước và nợ nước ngoài của các nước có thu nhập thấp và trung bình



Nguồn: Andrea F. Presbitero, *Total public debt and growth in developing countries*, 2010

Mối tương tác giữa khủng hoảng nợ và khủng hoảng tiền tệ có thể được chứng minh rõ nét thông qua thống kê về số cuộc khủng hoảng đã xảy ra. Thống kê của De Paoli và Saporta (2006) từ năm 1970 đến năm 2000 cho thấy, rất ít khi khủng hoảng nợ xảy ra một cách đơn nhất (dưới 10%) mà thông thường khủng hoảng nợ thường đi kèm với khủng hoảng ngân hàng (chiếm khoảng 15%) hoặc khủng hoảng tiền tệ (chiếm khoảng 29%), và có tới gần một nửa trong số các trường hợp được thống kê là cả 3 cuộc khủng hoảng cùng xảy ra một lúc.

Bảng 5: Một số cuộc khủng hoảng trong giai đoạn 1970 – 2000

Loại khủng hoảng	Số lượng	Độ dài trung bình (năm)
Vỡ nợ	4	3
Vỡ nợ và khủng hoảng tiền tệ	13	5
Vỡ nợ và khủng hoảng ngân hàng	7	8
Vỡ nợ, khủng hoảng ngân hàng và khủng hoảng tiền tệ	21	10
Tổng	45	8

Nguồn: De Paoli và Saporta, 2006

Bảng 6 : Một số cuộc khủng hoảng nợ gần đây

Nước	Năm xảy ra khủng hoảng	Loại khủng hoảng	Khủng hoảng kèm theo
Argentina	2001	Tái cấu trúc sau khi vỡ nợ	Khủng hoảng ngân hàng và khủng hoảng tiền tệ
Ecuador	1999	Tái cấu trúc sau khi vỡ nợ	Khủng hoảng ngân hàng và khủng hoảng tiền tệ
Indonesia	1998	Trì hoãn trả nợ	Khủng hoảng ngân hàng và khủng hoảng tiền tệ
Pakistan	1998	Tái cấu trúc trước khi vỡ nợ	Không
Nga	1998	Tái cấu trúc sau khi vỡ nợ	Khủng hoảng ngân hàng và khủng hoảng tiền tệ
Ukraine	1998	Tái cấu trúc trước khi vỡ nợ	Khủng hoảng ngân hàng và khủng hoảng tiền tệ
Uruguay	2001	Tái cấu trúc trước khi vỡ nợ	Khủng hoảng ngân hàng và khủng hoảng tiền tệ

Nguồn: Paoli, Hoggarth & Saporta, Costs of sovereign default, Bank of England, 2006

Như vậy, mối liên hệ giữa khủng hoảng nợ công và khủng hoảng tiền tệ là khá rõ nét. Mối tương quan ấy cho thấy sự phức tạp của môi trường

kinh tế ngày càng phát triển, khi mà các khu vực trong nền kinh tế luôn được kết nối chặt chẽ bằng các cơ chế dẫn xuất liên tiếp và đan xen. Một sai lầm ở khu vực ngân sách hay tiền tệ không chỉ dẫn đến sự đổ vỡ trong nội bộ khu vực đó mà còn có thể dẫn đến sự đổ vỡ của các khu vực kinh tế liên quan và sự đổ vỡ của cả hệ thống. Đặt mối tương quan này vào bối cảnh kinh tế thế giới hiện nay mà đặc biệt là cuộc khủng hoảng nợ công tại khu vực đồng tiền chung châu Âu sẽ giúp chúng ta phần nào lý giải được những biến động kinh tế trong thời gian vừa qua cũng như những rủi ro đang hiện hữu đối với kinh tế thế giới.

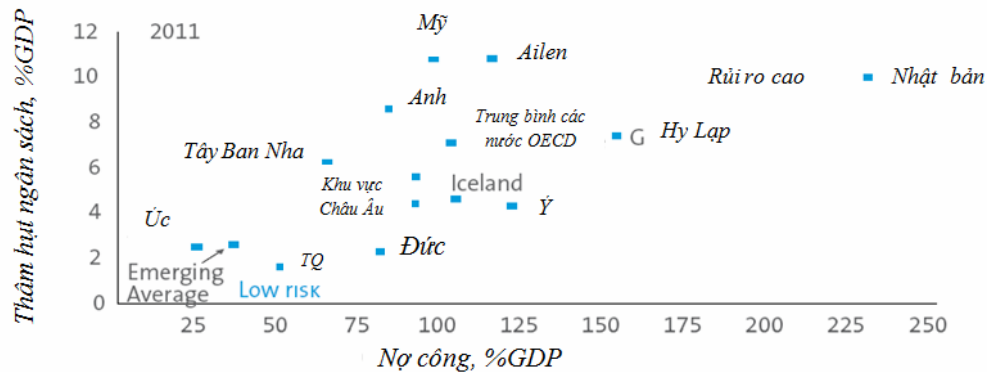
II/ VẤN ĐỀ NỢ CÔNG HIỆN NAY VÀ NGUY CƠ XẢY RA KHỦNG HOẢNG TIỀN TỆ THẾ GIỚI

2.1. Vấn đề nợ công trên thế giới hiện nay

Nợ công ở mức cao hiện nay ở nhiều nước phát triển đang trở thành vấn đề thách thức đối với nền kinh tế thế giới và giải quyết vấn đề nợ công đang là bài toán hóc búa, đặc biệt là trong bối cảnh cuộc khủng hoảng nợ công ở khu vực đồng tiền chung châu Âu đang rất trầm trọng hiện nay.

Theo Hiệp ước Maastricht, một trong những tiêu chí ổn định kinh tế vĩ mô là các nước có mức nợ công dưới 60%GDP và để giữ nợ công ở mức ổn định thì thâm hụt ngân sách phải dưới 3%GDP. Nhưng kể từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2009, nợ công ở các nước trên thế giới, đặc biệt là các nền kinh tế phát triển đã tăng lên đáng kể. Theo tính toán của The Economist, tính đến ngày 25/10/2011 toàn thế giới đang nợ hơn 40,5 nghìn tỷ USD, trong đó có khoảng 30 nước có nợ công trên 60% GDP và thâm hụt ngân sách trên 3%.

Đồ thị 6: Nợ công trên toàn cầu, 2011



Nguồn: OECD, IMF, Eurostat, AMP Capital Investors

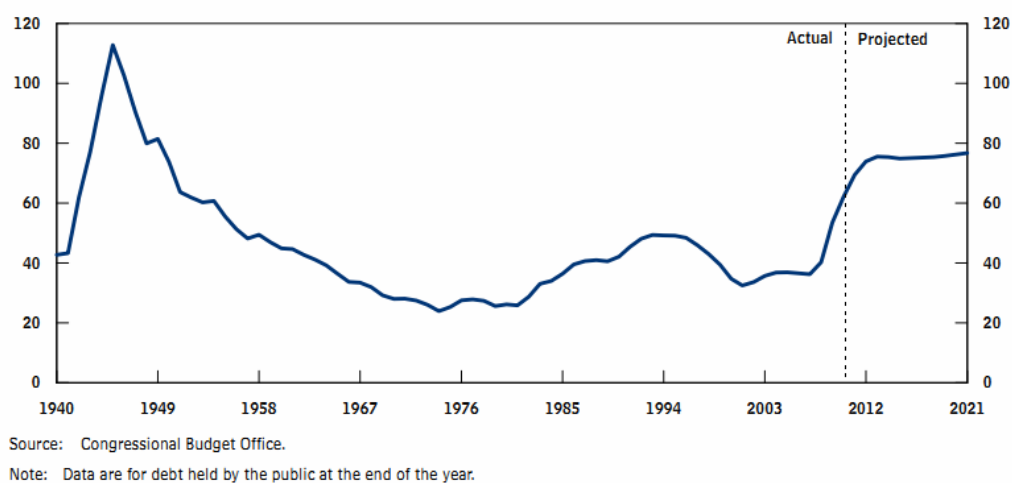
Nợ công ở Mỹ

Theo số liệu mới công bố của Cơ quan ngân sách quốc hội Mỹ (CBO), thâm hụt ngân sách liên bang Mỹ dự kiến năm 2011 là 1.500 tỷ USD, tương đương 9,8% GDP, cao hơn năm 2010 khoảng 1%. Nợ công năm 2008 của Mỹ chỉ khoảng 40% GDP nhưng vào cuối năm 2010 đã lên tới 9.000 tỷ USD, tương đương 62% GDP, trong đó các nhà đầu tư trong nước nắm giữ 53% và các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ 47%. Nguyên nhân dẫn đến tăng nhanh nợ công của Mỹ trong những năm gần đây là do (i) chi phí chiến tranh tại Iraq và

Afghanistan cùng với việc cắt giảm thuế mới dưới thời Tổng thống Bush; (ii) tình trạng dân số già hóa khiến chi tiêu cho các chương trình và chăm sóc y tế lớn hơn; và (iii) do các chương trình kích thích kinh tế và giảm thuế trong giai đoạn suy thoái kinh tế toàn cầu 2007-2009.

Trung Quốc và Nhật Bản là hai nước nắm giữ nhiều trái phiếu chính phủ Mỹ nhất, chiếm khoảng 20% nợ công của Mỹ. Tuy nhiên, theo thống kê của Bộ Tài chính Mỹ, 3 tháng liên tiếp cuối năm 2010 và đầu năm 2011, Trung Quốc đã bán ròng trái phiếu chính phủ Mỹ và hàng loạt các quỹ đầu tư về trái phiếu chính phủ Mỹ lớn nhất thế giới cũng bắt đầu bán tháo. Điều này khiến cho trái phiếu chính phủ Mỹ mất giá mạnh và vì vậy có thể làm tăng thêm khối lượng nợ ngân sách vốn đã rất khổng lồ của Mỹ.

Đồ thị 7: Tỷ lệ nợ công/GDP của Mỹ



Nguồn: Cơ quan Ngân sách quốc hội Mỹ (CBO)

Ngày 2/8/2011, Quốc hội Mỹ đã chính thức thông qua thỏa thuận về nâng mức trần nợ công từ 14.300 tỷ USD hiện nay lên 16.400 tỷ USD với điều kiện phải cắt giảm thâm hụt ngân sách hơn 2.400 tỷ USD trong vòng 10 năm tới. Như vậy nợ công của Mỹ hiện nay và trong một vài năm tới dự kiến chưa vượt quá mức trần mới cho nên các khoản vay của Chính phủ sẽ không phải chịu lãi suất cao hơn. Thế nhưng, những kế hoạch thắt lưng buộc bụng sắp tới của Chính phủ Mỹ để giảm bội chi ngân sách sẽ ảnh hưởng lớn đến các chương trình phúc lợi xã hội. Song việc cắt giảm mạnh các chương trình phúc lợi xã hội tại Mỹ lại không hề đơn giản, bởi vì chính quyền phải "lấy lòng dân" để tranh phiếu ủng hộ trong nhiệm kỳ tới. Có thể nói rằng, gói giải pháp nâng trần nợ công và cắt giảm chi tiêu ngân sách của Mỹ chỉ mới là giải pháp tức thời để thu hẹp dần bội chi ngân sách chứ chưa giải quyết cốt lõi vấn đề. Bên cạnh đó, nhiều nhà

phân tích cho rằng Mỹ sẽ thật sự đối mặt với khủng hoảng nợ công vào năm 2020 khi các khoản chi cho lương hưu, chăm sóc y tế và an sinh xã hội tăng mạnh do tình trạng già hóa dân số ngày một tăng cao. Theo dự đoán của CBO, nợ công của Mỹ cuối năm 2021 sẽ tăng lên tới 18.000 tỷ USD, bằng 77% GDP. Với mức tăng đáng kể như vậy, cộng thêm việc dự kiến lãi suất gia tăng khi nền kinh tế phục hồi mạnh thì riêng tiền lãi của những khoản nợ mới mà chính phủ Mỹ phải trả sẽ tăng vọt trong thập kỷ tới.

Nợ công ở Nhật Bản

Theo thống kê của Quỹ tiền tệ quốc tế, Nhật Bản là nước có tỷ lệ nợ công trên GDP lớn nhất thế giới; tính đến tháng 3/2011, nợ công Nhật Bản đã lên tới mức 11.354 tỷ USD, chiếm 229% GDP; dư nợ bình quân đầu người của Nhật Bản gần 90.000 USD. Nợ công của Nhật Bản chỉ thực sự bộc phát khi kinh tế toàn cầu chìm sâu vào cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009.

Có một số nguyên nhân dẫn đến nợ công cao ở Nhật Bản. Thứ nhất, Nhật bản đã phải bơm một số lượng tiền khổng lồ để kích thích kinh tế trong những năm 1990 để chống chọi với tình trạng trì trệ kinh tế trong suốt “thập kỷ mất mát”. Riêng trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009, Nhật Bản đã sử dụng những gói kích cầu lớn với tổng giá trị là 774 tỷ USD, chiếm 16,4% GDP để cứu nền kinh tế khỏi suy thoái. Thứ hai, thâm hụt ngân sách tăng do nguồn thu ngân sách từ thuế sụt giảm, chi phí phúc lợi gia tăng, dân số già hóa. Thâm hụt ngân sách của Nhật Bản năm 2010 ở mức báo động 340,3 tỷ USD, chiếm 6,4% GDP.

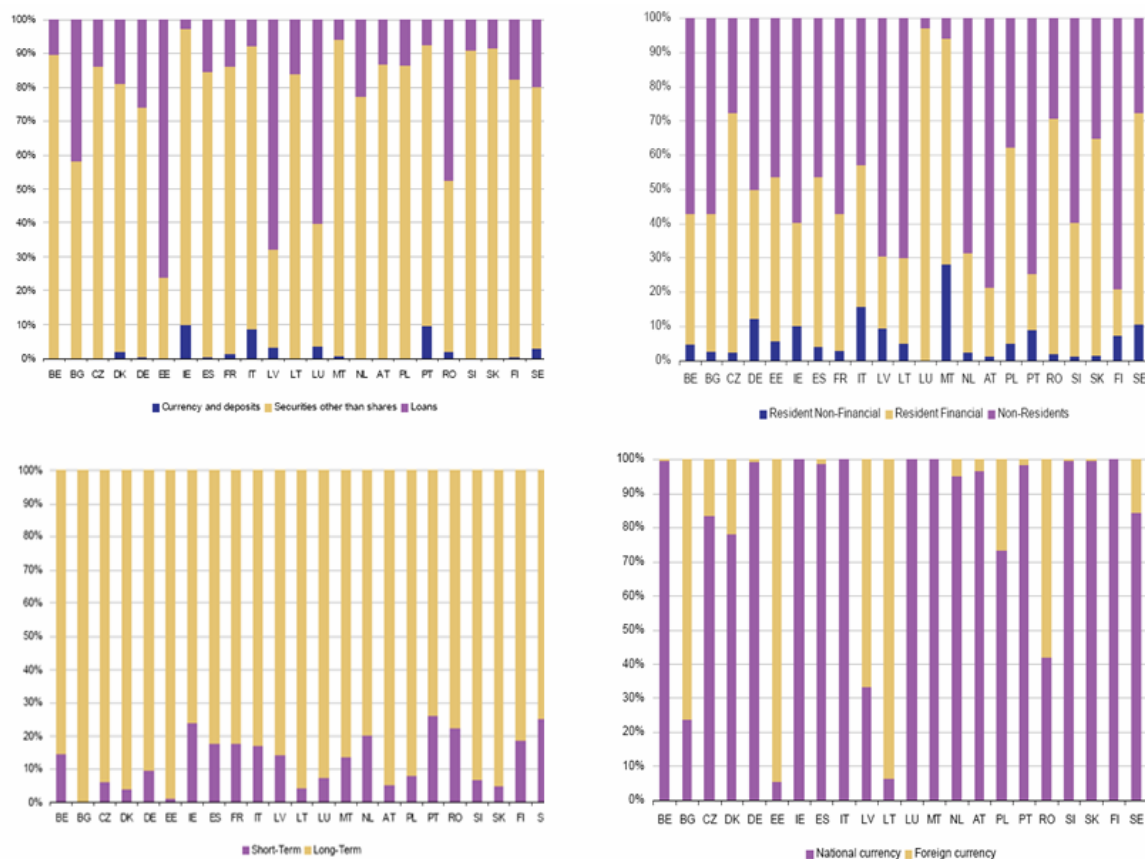
Tuy nhiên, khác với Mỹ và các nước khu vực đồng tiền chung châu Âu, có tới 95% khoản nợ công của Nhật bản do các nhà đầu tư trong nước nắm giữ. Ngoài ra, hiện nay Chính phủ Nhật Bản còn có ưu thế là lãi suất trái phiếu Chính phủ ở mức cao nhất cũng chỉ khoảng 1,4%/năm với kỳ hạn dài đến 30-40 năm và trong vài năm gần đây Nhật bản còn bị giảm phát; trong khi đó lãi suất trái phiếu Chính phủ Hy Lạp kỳ hạn 10 năm đã lên tới 18%/năm. Vì vậy, hiện nay nợ công chưa phải là vấn đề thách thức lớn và đáng lo ngại của Nhật Bản.

Nợ công ở khu vực đồng tiền chung châu Âu

Cuộc khủng hoảng nợ công hiện tại đã trở thành một trong những thách thức lớn nhất của Liên minh châu Âu. Theo báo cáo thường niên về tình hình tài chính công châu Âu của Ủy ban châu Âu (2010), nợ công của 17 nước khu vực đồng tiền chung châu Âu tăng từ 66,3% năm 2007 lên 87,9% GDP năm 2010, và sẽ tiếp tục tăng tới 88,7% GDP vào năm 2012. Hiện nay, nợ công của

Hy Lạp, Italy và Ailen đã lên trên 100%GDP. Như vậy, kể từ cuộc khủng tài chính 2007-2009, nợ công của các nước phát triển ở châu Âu đã tăng lên đáng kể, và khác với Nhật Bản, phần lớn nợ công của châu Âu là do các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ.

Đồ thị 8: Cơ cấu nợ công ở châu Âu năm 2009



Nguồn: Cơ quan Thống kê châu Âu Eurostats

Nguyên nhân chính dẫn đến nợ công tăng nhanh ở các nước châu Âu là do chi tiêu ngân sách quá mức và quản trị tài chính công yếu kém diễn ra một thời gian dài và gần đây là thực hiện các gói kích cầu, quốc hữu hóa những khoản nợ tư nhân khổng lồ, giảm thuế để kéo nền kinh tế thoát khỏi suy thoái dưới tác động của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Khủng hoảng nợ công của châu Âu tính đến nay đã kéo dài 3 năm bắt nguồn từ Hy Lạp, là nước có nhiều vấn đề lớn về ngân sách. Tính đến tháng 10/2011, tổng số nợ công của Hy Lạp lên tới 160%GDP và thâm hụt ngân sách 13,6% GDP, kinh tế liên tục tăng trưởng âm. Mức thâm hụt ngân sách quá cao đã khiến cho trái phiếu chính phủ Hy Lạp bị đánh giá tụt mức tín nhiệm. Đặc biệt, khi Hy Lạp bị phát hiện đã công bố các số liệu kinh tế không trung

thực như thâm hụt ngân sách và những nghi ngờ về khả năng mất thanh toán của chính phủ Hy Lạp, các nhà đầu tư đã nhanh chóng rút vốn khỏi đất nước này. Vì vậy, Hy Lạp buộc phải tăng chi phí lãi vay cho các khoản vay mới và tăng chi phí bảo hiểm các khoản tiền vay để củng cố niềm tin của các nhà đầu tư đối với triển vọng của nền kinh tế và độ tín nhiệm của Hy Lạp. Kết quả là các chi phí cho khoản nợ công tiếp tục tăng lên, cụ thể lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm của Hy Lạp liên tục tăng cao từ 3,47% từ tháng 01/2010 lên 9,73% tháng 7/2010 và nhảy vọt lên 18%/năm vào tháng 7/2011.

So với Hy Lạp, quản lý nợ công của Ailen tương đối khá hơn. Tuy nhiên, mức thâm hụt ngân sách của Ailen cũng đã tăng mạnh từ 14,3% GDP năm 2009 lên tới 32,4% GDP năm 2010 do Chính phủ Ailen phải bỏ tiền ra cứu trợ ngành ngân hàng, bằng cách quốc hữu hóa ngân hàng và chi tiền để tái cấp vốn cho một số ngân hàng trong nước để tránh sụp đổ hệ thống ngân hàng trước ảnh hưởng cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009. Việc cứu trợ này đã khiến nợ xấu từ khu vực tư nhân chuyển thành gánh nặng nợ công của Chính phủ Ailen. Hiện nay nợ công của Ailen đã lên tới 14 tỷ USD, chiếm 125,4% GDP. Tuy nhiên, đối với Ailen, còn có vấn đề nghiêm trọng hơn đó là “khủng hoảng lòng tin” của thị trường vào năng lực của Chính phủ qua việc các nhà đầu tư đã bán tổng bán tháo trái phiếu Chính phủ, khiến nước này phải tăng lãi suất trái phiếu Chính phủ để thu hút các nhà đầu tư và vì vậy khiến cho tổng số nợ công vốn đã cao lại càng cao hơn.

Bồ Đào Nha có mức nợ công khoảng 82,4% GDP, thấp hơn nhiều so với Hy Lạp, nhưng lại có tỷ lệ thâm hụt ngân sách khá lớn, nợ tư nhân cao. Nghiêm trọng hơn, 70% các khoản nợ công của Bồ Đào Nha là nợ của các nhà đầu tư nước ngoài. Bồ Đào Nha là nền kinh tế tăng trưởng GDP trung bình 1,3%/năm và sức cạnh tranh thấp nhất trong khu vực đồng tiền chung châu Âu nhưng nước này vẫn chi trả phúc lợi cho người dân tương đương với mức của các nước châu Âu giàu và có mức tăng trưởng kinh tế cao. Vì vậy, thâm hụt ngân sách ngày càng lớn và kéo theo nợ công ngày một tăng cao ở Bồ Đào Nha.

Nỗi lo về khả năng vỡ nợ ở một số quốc gia khiến các nhà đầu tư yêu cầu lãi suất cao hơn hoặc từ chối cho Hy Lạp, Ailen và Bồ Đào Nha vay mượn. Vì vậy, các nước này phải dựa vào gói cứu trợ IMF và các nước lớn khác trong khu vực đồng tiền chung châu Âu tránh nguy cơ vỡ nợ. Từ tháng 5/2010, IMF và một số nước thuộc khu vực đồng tiền chung châu Âu đã cho Hy Lạp vay 110 tỷ Euro, cho Ailen vay 85 tỷ Euro và cho Bồ Đào Nha vay 78 tỷ USD, với điều kiện các nước phải thực hiện các chính sách thắt lưng buộc bụng và cắt

giảm thâm hụt ngân sách xuống 11% GDP trong năm 2011 và xuống dưới mức quy định 3% của EU vào năm 2013. Tuy nhiên, hầu hết những kế hoạch thực hiện của cả ba nước này đều gặp nhiều trục trặc.

Vấn đề khủng hoảng nợ công khu vực đồng tiền chung châu Âu không chỉ dừng lại ở ba nước Hy Lạp, Ai-len và Bồ Đào Nha mà đang có nguy cơ lan rộng ra toàn khu vực, trước hết là những nền kinh tế lớn hơn nhiều là Hungary, Italy, Tây Ban Nha. Trong khi ba nước nói trên chỉ chiếm 6% các hoạt động kinh tế ở khu vực đồng tiền chung châu Âu, thì Tây Ban Nha và Italy chiếm tới 29%, đồng thời tổng số nợ công của hai nước này cũng chiếm tới 2/3 nợ công của toàn khu vực đồng tiền chung châu Âu. Theo *Financial Times*, giá trị thị trường trái phiếu của Italy hiện nay khoảng 1.900 tỷ Euro, quá lớn so với 440 tỷ Euro của Quỹ ổn định tài chính châu Âu. Vì vậy, vấn đề nợ công trầm trọng hơn ở Tây Ban Nha và Italy sẽ ảnh hưởng rất lớn đến khu vực đồng tiền chung châu Âu. Vào tháng 8/2011, Ngân hàng Trung ương châu Âu đã dùng một số tiền lớn đến mua trái phiếu Chính phủ của Italy và Tây Ban Nha, với điều kiện hai nước này phải cắt giảm chi tiêu ngân sách mạnh hơn nữa. Thế nhưng, thị trường hiện nay đang mất niềm tin vào trái phiếu chính phủ Italy và Tây Ban Nha, buộc hai nước này phải tăng lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm lần lượt lên 7,5%/năm và 6,78%/năm vào cuối tháng 11/2011. Như vậy, rõ ràng là khi những nền kinh tế lớn hơn này không kiểm soát được tình trạng nợ công của mình, sự tan vỡ của khu vực đồng tiền chung châu Âu là điều dễ hiểu.

2.2. Nguy cơ xảy ra một cuộc khủng hoảng tiền tệ

Tác động của cuộc khủng hoảng nợ công hiện nay đối với nền kinh tế thế giới

Khủng hoảng nợ công châu Âu không những tác động trực tiếp các nền kinh tế trong khu vực mà còn ảnh hưởng tiêu cực đến nhiều nước trên thế giới, đặc biệt là những nền kinh tế mới nổi. Nợ công ở mức cao và tiếp tục tăng khiến cho kinh tế thế giới đang đối diện với nguy cơ suy thoái trở lại. Theo Quinlan (2011), chứng khoán đầu tư của Mỹ ở Ireland là 190 tỷ USD, lớn hơn 3 lần so với Trung Quốc; cổ phần đầu tư của Mỹ ở Bỉ là 11,4%, lớn hơn nhiều so với ở Brazil, và đầu tư của Mỹ tại Tây Ban Nha lớn gần gấp đôi so với ở Ấn Độ hay Hàn Quốc. Như vậy, đầu tư vào châu Âu chiếm một tỷ trọng quá lớn đang khiến nhiều công ty Mỹ lo lắng khi khủng hoảng nợ công ở Châu Âu đang ở tình trạng cực kỳ nguy hiểm và thị trường chứng khoán Mỹ bị ảnh hưởng tiêu cực là điều khó tránh khỏi.

Các nền kinh tế mới nổi như Brazil, Trung Quốc, Ấn Độ bị ảnh hưởng đáng kể bởi khủng hoảng nợ công ở châu Âu. Doanh thu bán lẻ của Brazil sụt giảm mạnh sau nhiều tháng tăng cao. Kinh tế Brazil đang có nhiều dấu hiệu tăng trưởng chậm lại. Cuối tháng 8/2011, Brazil tìm cách hỗ trợ tăng trưởng kinh tế bằng cách hạ lãi suất, bất chấp những lo ngại về lạm phát gia tăng. Một số chuyên gia kinh tế đã hạ mức dự báo tăng trưởng kinh tế của Brazil năm 2011 xuống còn 3% từ mức 5% dự báo trước đó. Bên cạnh đó, mức tăng trưởng GDP Trung Quốc trong quý III/2011 so với cùng kỳ năm trước chỉ đạt 9,1%, thấp nhất kể từ năm 2009, do Trung Quốc tiến hành thắt chặt tiền tệ và tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu giảm mạnh chủ yếu do nhu cầu của châu Âu suy giảm. Theo đánh giá và dự báo của IMF, các nền kinh tế mới nổi của châu Á sẽ tăng trưởng 7,7% trong 2012, giảm từ mức 8% đưa ra trong lần dự báo hồi tháng 8/2011. Ngoài ra, theo ước tính của Ngân hàng UBS trong tháng 9/2011, để hỗ trợ tỷ giá đồng nội tệ, ngân hàng trung ương ở các nền kinh tế mới nổi đã phải bán ra khoảng 35 tỷ USD trong dự trữ ngoại hối.

Cuộc khủng hoảng nợ châu Âu đã khiến cho tốc độ phục hồi kinh tế thế giới chậm lại, đặc biệt khu vực châu Âu sẽ phải chứng kiến tình hình thất nghiệp và lạm phát tăng cao, đồng Euro mất giá, tăng trưởng GDP giảm sút, làm cho thu nhập thực tế người dân và cầu tiêu dùng với hàng nhập khẩu giảm mạnh. Theo Cơ quan Thống kê Châu Âu (Eurostat), GDP quý II/2011 của 17 quốc gia khu vực đồng tiền chung Châu Âu chỉ tăng 0,2% so với quý I/2011. Trong đó, nền kinh tế lớn nhất khu vực này là Đức chỉ tăng trưởng 0,1%, thấp hơn nhiều so với mức tăng 1,3% trong quý I/2011. Sự suy giảm tăng trưởng của Đức khiến cho người ta nghi ngờ về triển vọng kinh tế của khu vực đồng tiền chung châu Âu trong thời gian tới. Đồng Euro đã mất giá mạnh so với USD. Vào tháng 6/2011, tỷ giá USD/Euro chỉ còn 1,1 rất thấp so với mức xấp xỉ 1,4 của đầu tháng 3/2011

Ngoài ra, khủng hoảng nợ công châu Âu còn góp phần làm tăng giá vàng thế giới trong năm 2011. Các nhà đầu tư trên thế giới đang tìm vàng như một nơi trú ẩn an toàn trước nguy cơ cuộc khủng hoảng nợ châu Âu ngày một lan rộng, làm cho giá vàng tăng mạnh từ 1400USD/ounce vào tháng 1/2011 lên tới những đỉnh điểm 1906,8 USD/ounce vào ngày 22/8/2011. Nhiều cá nhân và tổ chức ở châu Âu, châu Á đua nhau mua vàng, bạch kim và bạc. Theo báo cáo từ công ty nghiên cứu thị trường Birinyi Associates, các nhà đầu tư Mỹ, gồm cả nhà đầu tư riêng lẻ và đầu tư chuyên nghiệp, đã đổ 3,6 tỷ USD vào các quỹ đầu tư vàng trong tháng 11/2011, tăng gấp 4 lần so với 813 triệu USD trong tháng

10/2011. Điều này ảnh hưởng tiêu cực đến đầu tư của thế giới vì phần lớn số tiền đầu tư đã dành cho vàng thay vì đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu.

Tác động của cuộc khủng hoảng nợ công đối với hệ thống ngân hàng

Hiện nay, nếu các Chính phủ châu Âu không trả được nợ, các ngân hàng lớn của châu Âu đang phải đối mặt với những tổn thất nặng nề và có nguy cơ mất khả năng thanh khoản cao vì các ngân hàng này đang nắm giữ hàng trăm tỷ Euro trái phiếu Chính phủ của các quốc gia khu vực đồng tiền chung châu Âu.

Ngày 9/10/2011, ngân hàng đầu tiên của châu Âu là Dexia đã bị giải thể; một trong những nguyên nhân dẫn đến giải thể Dexia là do khoản lỗ trị giá 6 tỷ USD trong quý II/2011 liên quan đến những khoản nợ xấu của Hy Lạp. Ngân hàng Dexia thuộc sở hữu chung của Pháp, Bỉ và Luxembourg (theo xếp hạng của Forbes 2010 là ngân hàng lớn thứ 49 trên thế giới) đã được các quốc gia liên quan quốc hữu hóa để cứu trợ ngân hàng này khỏi bị đổ vỡ. Các quốc gia liên quan đã phải bơm 9,2 tỷ USD cho Dexia để tránh một cuộc đổ vỡ như Lehman Brother trước đó, nhưng tình hình vẫn không được cải thiện và cổ phiếu của Dexia vẫn tiếp tục sụt giảm mạnh. Ngày 4/10/2011, cổ phiếu của Dexia mất giá tới 22% và giá trị thị trường của ngân hàng này đã giảm 2,9 tỷ USD. Chính phủ Bỉ quyết định bỏ ra 4 tỷ Euro để mua lại phần hoạt động của Dexia tại Bỉ. Ngoài ra, Dexia còn được bảo lãnh tới 90 tỷ Euro để có thể thực hiện các khoản vay tái thiết trong vòng 10 năm tới. Trong đó, Bỉ bảo lãnh tới 61%, còn Pháp đóng góp 37%. Hành động này đồng nghĩa với việc gánh nặng nợ nần của Chính phủ các nước Pháp và Bỉ tăng lên, khiến cho Moody's đưa ra cảnh báo về việc sẽ hạ xếp hạng tín nhiệm của Bỉ xuống dưới mức Aa1 hiện nay.

Bảng 7: Tổng số dư nợ có rủi ro cao của các ngân hàng ở các nước châu Âu liên quan đến nợ công và nợ tư nhân tính đến 12/2010

Đơn vị: Tỷ USD

Nước “con nợ”	Các ngân hàng Đức	Các ngân hàng Pháp	Các ngân hàng Anh	Các ngân hàng Ý	Các NH châu Âu
Hy Lạp	34	57	14	4	136
Ailen	118	30	135	14	378
Bồ Đào Nha	37	27	24	4	195
Tây Ban Nha	182	141	107	30	632
Ý	162	393	66	0	784

Nguồn: BIS, AMP Capital Investors

Thậm chí các ngân hàng lớn khác như Société Générale (Pháp) và Deutsche Bank (Đức) cũng đã trở thành mối lo ngại của các nhà đầu tư, và các ngân hàng này sẽ không tránh khỏi những tổn thất lớn do ảnh hưởng cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu.

Các nhà kinh tế cho rằng nếu như khủng hoảng nợ công châu Âu tiếp tục lan rộng và vượt ngoài tầm kiểm soát cộng với những khó khăn trong hoạt động hệ thống ngân hàng châu Âu hiện tại sẽ khiến cho châu Âu có nguy cơ rơi vào cuộc khủng hoảng tín dụng tương tự như cuộc khủng hoảng 2007-2009. Ngày 17/10/2011, tổ chức Standard & Poor's đã hạ xếp hạng 24 ngân hàng và tổ chức tài chính của Italy và Moody's đã hạ 2 bậc xếp hạng tín nhiệm của Tây Ban Nha từ Aa2 xuống A1, khi cho rằng tỷ lệ nợ xấu cao trong hệ thống ngân hàng và doanh nghiệp có thể gây sức ép đối với hoạt động tái cấp vốn.

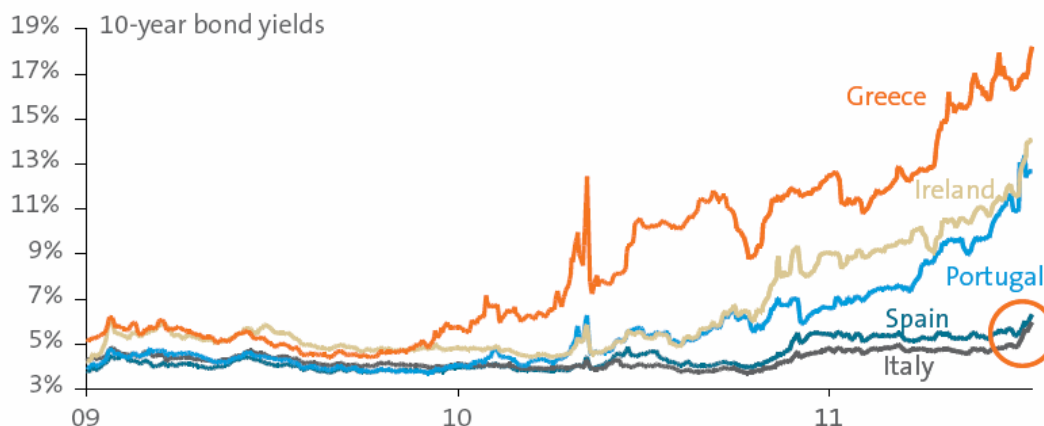
Như vậy, có nhiều thay đổi thất thường trên các thị trường tài chính, thị trường chứng khoán và mối đe dọa sụp đổ của các ngân hàng châu Âu. Khả năng xuất hiện nguy cơ các nhà đầu tư và người gửi tiền sẽ đồng loạt rút tiền tháo chạy khỏi các ngân hàng lớn ở châu Âu là khá cao. Vì vậy, châu Âu đang lo sợ các ngân hàng cho vay lớn nhất bị phá sản sẽ kéo theo nhiều ngân hàng khác xuống vực thẳm.

Không chỉ có các ngân hàng châu Âu phải đối mặt với những thách thức lớn, mà các ngân hàng Mỹ cũng đang phải đối mặt với "nguy cơ nghiêm trọng" do tín dụng của các ngân hàng này sẽ xấu đi nếu cuộc khủng hoảng nợ châu Âu càng thêm trầm trọng. Theo tổ chức đánh giá tín dụng Fitch, tính đến ngày 30/9, sáu ngân hàng lớn nhất của Mỹ - JPMorgan Chase & Co, Bank of America, Citigroup, Wells Fargo & Co, Goldman Sachs Group và Morgan Stanley đang trong nguy cơ mắc kẹt khoảng 50 tỷ USD tại Hy Lạp, Ai Len, Italia, Bồ Đào Nha và Tây Ban Nha.

Hiệu ứng lan truyền trong cuộc khủng hoảng nợ công hiện nay

Đến thời điểm hiện tại Hy Lạp gần như mất khả năng thanh toán và xác suất vỡ nợ là rất cao. Là thành viên của khu vực đồng tiền chung châu Âu, khủng hoảng nợ công ở Hy Lạp đang dẫn đến một phản ứng dây chuyền trên diện rộng không thể kiểm soát ở nhiều quốc gia trong khu vực đồng tiền chung châu Âu. Số liệu thống kê ở Hình 4 cho thấy đà tăng cao của lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm của Hy Lạp đã lan sang các nước khác như Bồ Đào Nha, Tây Ban Nha và Ai Len trong vòng 2 năm qua. Bởi vậy, nếu Hy Lạp vỡ nợ chắc chắn sẽ kéo theo nhiều nước khác nữa.

Đồ thị 9: Lãi suất trái phiếu Chính phủ các nước thuộc khu vực đồng tiền chung châu Âu kỳ hạn 10 năm



Nguồn: Bloomberg, AMP Capital Investors

- *Đánh giá nguy cơ có thể xảy ra cuộc khủng hoảng tiền tệ tiếp theo.*

Như đã đề cập, để đối phó với cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009, Chính phủ các nước trên thế giới đã áp dụng nhiều gói hỗ trợ nhưng vẫn chưa kích thích được các nền kinh tế tăng trưởng trở lại mà còn đánh mất niềm tin từ các nhà đầu tư vào các cơ hội đầu tư và khả năng của Chính phủ. Kết quả là một vòng luẩn quẩn nợ công tăng cao, chi tiêu và đầu tư trong khu vực tư nhân giảm mạnh, thất nghiệp tăng cao, tăng trưởng kinh tế chậm lại. Khủng hoảng nợ công đã diễn ra ở khu vực đồng tiền chung châu Âu mà bắt đầu là từ Hy Lạp và đang lan dần sang Ailen, Bồ Đào Nha, Italy Tây Ban Nha, Hungary...

Mới đây, Công ty Kiểm toán PriceWaterhouse Cooper đưa ra báo cáo dự đoán 4 kịch bản có thể xảy ra đối với khu vực đồng tiền chung châu Âu trong năm 2012. Thứ nhất là cung tiền cho khu vực châu Âu sẽ gia tăng. Bởi vì sẽ có một chương trình bơm thanh khoản quy mô lớn vào thị trường do Ngân hàng Trung ương châu Âu thực hiện với sự hỗ trợ của Quỹ Bình ổn tài chính châu Âu nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và đẩy lùi khủng hoảng. Thứ hai, châu Âu sẽ vỡ nợ một cách có trật tự. Nghĩa là các nền kinh tế có mức độ dễ bị tổn thương cao trong khu vực đồng tiền chung châu Âu sẽ tái cấu trúc nợ thông qua các vụ vỡ nợ tự nguyện nhằm đưa mức nợ về dưới tầm kiểm soát. Thứ ba, Hy Lạp rời liên minh tiền tệ, trong khi phần còn lại của Khu vực đồng tiền chung châu Âu cam kết bảo vệ các thành viên còn lại trong khối. Thứ tư, một liên minh tiền tệ mới xuất hiện. Các quốc gia chủ chốt trong Khu vực đồng tiền chung châu Âu đề xuất một khối sử dụng đồng Euro mới với các thể chế tài khóa và tiền tệ hợp nhất. Các nước yếu sẽ rời khu vực đồng tiền chung châu Âu. Còn các

nước mạnh bao gồm Đức, Pháp, Hà Lan và Phần Lan có thể hợp thành một liên minh tiền tệ mới. Cũng có thể thấy rõ rằng những nước rời Khu vực đồng tiền chung châu Âu sẽ phải chứng kiến sự mất giá ngay lập tức của đồng tiền mới mà họ đưa vào sử dụng, bên cạnh mức lãi suất cao và buộc phải thu hẹp chi tiêu công.

Cho dù kịch bản nào trong 4 kịch bản xảy ra, nếu không có những biện pháp giải quyết dứt điểm kịp thời cuộc khủng hoảng nợ công này thì thế giới có nhiều nguy cơ bị rơi vào thời kỳ khủng hoảng tiền tệ và suy thoái kinh tế mới bởi nguy cơ sụp đổ của khu vực đồng tiền chung châu Âu. Sự chậm trễ bao giờ cũng phải trả cái giá cao hơn. Vì vậy, châu Âu cần có những giải pháp giảm nợ cho Hy Lạp nhằm ngăn chặn nguy cơ khủng hoảng nợ công tiếp tục lan sang các nước khác trong khu vực, cũng như bảo vệ hệ thống ngân hàng châu Âu trước cuộc khủng hoảng này. Ngày 27/10/2011, Hội nghị Thượng đỉnh Liên minh châu Âu đạt thỏa thuận quan trọng là tìm được giải pháp cho cuộc khủng hoảng nợ công đang có nguy cơ lan rộng trong khu vực đồng tiền chung châu Âu đó là (i) xóa nợ cho Hy Lạp; (ii) tái cấp vốn cho các ngân hàng; và (iii) tăng cường sức mạnh cho Quỹ Bình ổn Tài chính châu Âu. Các tổ chức cho vay tư nhân như các công ty bảo hiểm và các ngân hàng tư nhân đã tự nguyện chấp thuận xóa 50% các khoản nợ cho Hy Lạp. Điều này sẽ giúp Hy Lạp giảm gánh nặng nợ công 160% GDP hiện nay, xuống còn 120% GDP vào năm 2020. Bên cạnh đó, các ngân hàng trong khu vực châu Âu sẽ phải nâng tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu lên 9% vào tháng 6/2012. Theo quy định, các ngân hàng này phải huy động nguồn vốn từ tư nhân kể cả thông qua hình thức cơ cấu lại hoặc chuyển đổi nợ thành cổ phiếu, nếu ngân hàng không tự huy động đủ vốn thì Chính phủ các quốc gia thành viên của trách nhiệm hỗ trợ. Ngoài ra, nguồn vốn của Quỹ Bình ổn Tài chính Châu Âu được tăng từ 440 tỷ Euro lên 1000 tỷ Euro, số vốn này có thể đủ để ngăn chặn các sự cố xấu ở một số nền kinh tế lớn của châu Âu và điều này đã xoa dịu những lo lắng về nguy cơ sụp đổ của khu vực Eurozone. Thêm vào đó, Quỹ Bình ổn Tài chính Châu Âu sẽ còn bảo lãnh cho các nhà đầu tư mua trái phiếu nợ của các nước khu vực đồng tiền chung châu Âu, thông qua một quỹ đầu tư đặc biệt dự kiến sẽ được thành lập nhằm thu hút đầu tư của nhóm các nước BRICS.

Theo đánh giá của các tổ chức tài chính quốc tế, đây là gói giải pháp toàn diện nhằm bình ổn châu Âu và củng cố hệ thống ngân hàng trong khu vực này, đồng thời hỗ trợ nỗ lực cải cách của Hy Lạp. Và nếu việc thực thi gói giải pháp này đạt được những kết quả như dự kiến sẽ giúp châu Âu thoát dần khỏi cuộc

khủng hoảng nợ công và có nhiều khả năng thế giới tránh được nguy cơ xảy ra cuộc khủng hoảng tiền tệ không mong đợi trong tương lai gần.

Mặc dù vậy, cuộc khủng hoảng nợ công ở khu vực đồng tiền chung châu Âu đang trở nên cực kỳ phức tạp tại thời điểm hiện nay khi những nền kinh tế lớn trong Eurozone như Đức và Pháp vấp phải bất đồng trong việc đưa ra những gói giải cứu tiếp tục cho Hy Lạp và bản thân Hy Lạp cũng chưa giải quyết được vấn đề giảm chi phí lao động do gặp phải sự phản kháng mạnh mẽ của các nghiệp đoàn. Người ta đang nghĩ đến một khả năng đồng Euro không có Hy Lạp nếu đất nước này tuyên bố vỡ nợ. Và nếu khả năng đó trở thành hiện thực, điều đó sẽ đe dọa sự tồn tại của một định chế tiền tệ đầu tiên và duy nhất trên thế giới từ trước tới nay.

2.3. Tác động của cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu đối với Việt Nam

Cuộc khủng hoảng nợ công Châu Âu ngày càng lan rộng không chỉ đe dọa các nền kinh tế lớn tại châu Âu và Mỹ mà còn ảnh hưởng tới thương mại, đầu tư, ngân hàng, tài chính của khu vực châu Á, trong đó có Việt Nam. Châu Âu là một đối tác thương mại và thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam. Khủng hoảng nợ công Châu Âu làm giảm mạnh xuất khẩu, giảm các luồng vốn từ bên ngoài cho đầu tư như vốn ODA, FDI, vay tín dụng; giảm thu nhập từ nước ngoài và có thể gây tác động tiêu cực tới kinh tế trong nước vốn đang sẵn có nhiều bất ổn.

Thứ nhất, khủng hoảng nợ công Châu Âu có tác động tiêu cực đến xuất khẩu và tăng trưởng GDP của Việt Nam. Thị trường châu Âu hiện chiếm khoảng 20% tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam, đặc biệt là hàng dệt may. Châu Âu cũng là đối tác quan trọng trong cả đầu tư và tài chính của Việt Nam. Do đồng Euro mất giá, kinh tế suy thoái, thất nghiệp và lạm phát cao đã khiến cho thu nhập thực tế của người dân châu Âu giảm sút cho nên nhu cầu tiêu dùng hàng nhập khẩu cũng bị giảm mạnh. Các đơn đặt hàng mua hàng Việt Nam từ châu Âu đã giảm đáng kể trong năm 2011.

Thứ hai, việc thu hút các luồng vốn bên ngoài cho đầu tư như vốn ODA, vay tín dụng, vốn FDI từ các nhà đầu tư châu Âu bị giảm sút do khủng hoảng nợ. Hơn nữa, gần giống như tình trạng của một số nước châu Âu, Việt Nam hiện đang có tỷ lệ nợ trên GDP khá cao, thâm hụt ngân sách kéo dài, lạm phát cao và tốc độ tăng trưởng GDP sụt giảm nên đang bị các tổ chức tài chính quốc tế xếp vào danh mục rủi ro cao. Điều này sẽ là một cản trở rất lớn trong việc

thu hút các luồng vốn đầu tư gián tiếp, trực tiếp và cho vay từ nước ngoài

Thứ ba, tăng rủi ro hối đoái. Khủng hoảng nợ châu Âu cũng tạo ra những biến động khó lường về tỷ giá. Đồng USD tiếp tục đà tăng mạnh so với đồng Euro do có độ an toàn cao hơn. Khi cuộc khủng hoảng nợ công bắt đầu trở nên nghiêm trọng, đồng Euro mất giá tương đối so với USD do đó tạo ra những rủi ro nhất định trong việc vay, trả ngoại tệ cho các doanh nghiệp xuất nhập khẩu cũng như cho hoạt động ngoại hối của các ngân hàng thương mại. Ngoài ra, đồng USD tăng giá mạnh trong khi thâm hụt thương mại của Việt Nam đang gia tăng, cộng với thời điểm đáo hạn của các khoản vay tín dụng ngoại tệ, sẽ gia tăng sức ép tăng rủi ro hối đoái và biến động tỷ giá vào cuối năm.

III/ THÂM HỤT KÉP Kéo DÀI VÀ NHỮNG RỦI RO ĐỐI VỚI VIỆT NAM

Vấn đề nợ công của Việt Nam cũng đang được chính thức đem ra bàn luận sôi nổi trong thời gian gần đây. Tính tới cuối năm 2010, tỷ lệ nợ công/GDP của Việt Nam là 56,6%, tăng 4% so với năm 2009, trong đó nợ nước ngoài là 31,3 % (chiếm 55,3% tổng nợ công và 74,17% tổng dư nợ nước ngoài) và nợ trong nước là 25,3% (chiếm 44,7% tổng nợ công). Các tỷ lệ về an toàn nợ công về cơ bản vẫn nằm trong ngưỡng an toàn theo thông lệ quốc tế. Cơ cấu các nguồn vay nợ vẫn diễn biến theo hướng có lợi cho Việt Nam khi các khoản vay nợ chính thức, các khoản vay có kỳ hạn dài và lãi suất thấp tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn trong tổng nợ nước ngoài của khu vực công. Tuy nhiên, việc phân tích khả năng chi trả nợ trong tương lai trước các biến động về tỷ giá, cũng như đặt những diễn biến của nợ công Việt Nam trong bối cảnh kinh tế quốc tế và sự bất ổn của kinh tế vĩ mô trong nước, đặc biệt là tình trạng thâm hụt kép liên tục, kéo dài thì có thể thấy nợ công của Việt Nam vẫn tiềm ẩn nhiều yếu tố rủi ro. Phần này sẽ đi sâu phân tích vấn đề nợ công của Việt Nam và đưa ra một số gợi ý chính sách cho vấn đề này.

3.1. Thực trạng nợ công của Việt Nam

Bảng 8: Tình hình nợ công của Việt Nam năm 2009, 2010

	2009		2010	
	% GDP	% Tổng nợ	% GDP	% Tổng nợ
Tổng	52.6	100	56.7	100
Nợ chính phủ	41.9	79.66	44.3	78.13
Nợ do chính phủ bảo lãnh	9.8	18.63	11.36	20.04
Nợ chính quyền địa phương	0.8	1.52	0.94	1.66
Nợ nước ngoài	29.3	55.70	31.3	55.20
Nợ trong nước	23.3	44.30	25.4	44.80

Nguồn: Bản tin nợ nước ngoài số 7, Báo cáo tình hình kinh tế xã hội năm 2009 và 2010 của Chính phủ.

Về thống kê nợ công

Theo quy định của Luật quản lý nợ công (Điều 1 khoản 2), nợ công bao gồm: nợ chính phủ, nợ được chính phủ bảo lãnh và nợ chính quyền địa phương. Trong khi đó, nợ công theo thông lệ quốc tế được chấp nhận rộng rãi, phải bao gồm nợ của chính phủ (trung ương và địa phương) và toàn bộ nợ của doanh nghiệp nhà nước, gồm cả nợ nước ngoài lẫn nợ trong nước cũng như nợ

của doanh nghiệp tư nhân mà nhà nước bảo lãnh. Việc bao gồm nợ của doanh nghiệp nhà nước vào nợ công hàm ý rằng nhà nước không thể hay khó lòng xóa đi trách nhiệm đối với nợ của các doanh nghiệp do chính phủ dựng lên. Việc không trả nợ được của một doanh nghiệp nhà nước suy cho cùng vẫn thuộc phạm vi trách nhiệm của chính phủ vì chính phủ vẫn phải dùng ngân sách để bù đắp cho các doanh nghiệp này. Bên cạnh đó thì các chủ nợ cho các doanh nghiệp nhà nước vay ngoài việc xem xét khả năng trả nợ của các doanh nghiệp này còn do sự tin tưởng vào vai trò của Chính phủ đứng sau. Do đó, việc không thống kê nợ của các doanh nghiệp nhà nước không được chính phủ bảo lãnh đã không phản ánh hết được bức tranh tổng thể về nợ công của Việt Nam.

Do hạn chế về các số liệu thống kê công bố chủ yếu là khu vực nợ nước ngoài, các phân tích dưới đây chỉ tập trung vào rủi ro đối với nợ nước ngoài của Chính phủ Việt Nam (bao gồm cả nợ của Chính phủ và nợ do Chính phủ bảo lãnh).

Gánh nặng nợ trong cân đối ngân sách

Bảng 9: Trả nợ trong cân đối ngân sách hàng năm (2006-2007)

	9 tháng 2011	2010	2009	2008	2007	2006
Trả nợ và viện trợ	73.300*	80.250	74.328	58.390	57.711	48.192
Thu cân đối ngân sách	501.520	560.170	629.187	548.529	431.057	250.842
Trả nợ và viện trợ/tổng thu ngân sách (%)	14,62%	14,33%	11,81%	10,64%	13,39%	19,21%
Chi cân đối ngân sách	543.350	671.370	715.216	590.714	469.606	385.666
Trả nợ và viện trợ/chi ngân sách(%)	13,49%	11,95%	10,39%	9,88%	12,29%	12,50%
GDP		1.658.389	1.143.715	1.485.038	1.143.715	974.266
Bội chi ngân sách/GDP (%)	-2,40%	-5,30%	-6,90%	-4,58%	-6%	-5%
Trả nợ và viện trợ/GDP		4,84%	6,50%	3,93%	5,05%	4,95%

* Trả nợ gốc 39.500 tỷ đồng và trả lãi 33.800 tỷ đồng

Nguồn: Bộ Tài chính, Tổng cục thống kê

Thống kê của Bộ tài chính cho thấy, các khoản trả nợ (bao gồm cả nợ trong nước và nợ nước ngoài) thường xuyên chiếm tới hơn 10% trong tổng chi cân đối ngân sách của Việt Nam (các khoản viện trợ là nhỏ và hầu như không đáng kể). Tỷ lệ trả nợ trên thu cân đối ngân sách cũng duy trì ở mức rất cao, cá biệt có năm lên tới gần 20% (2006) và hiện ở mức trên 14%

trong năm 2010 và 9 tháng đầu năm 2011. Những tỷ lệ này cho thấy chi phí cho trả nợ đang chiếm một tỷ trọng khá lớn trong cân đối ngân sách của Việt Nam. Mức chi để trả nợ hàng năm thường tương đương với khoảng 90% mức bội chi ngân sách. Đặc biệt là trong 9 tháng đầu năm 2011, chi phí trả lãi rất cao và chỉ kém khoản chi trả nợ gốc 5,7 nghìn tỷ đồng.

Cơ cấu nợ nước ngoài

Tính đến cuối 2010, tổng dư nợ nước ngoài của Việt Nam là 42,2%GDP, trong đó nợ nước ngoài của Chính phủ chiếm 63,17%, nợ nước ngoài được chính phủ bảo lãnh chiếm 10,53% và nợ nước ngoài không được chính phủ bảo lãnh chiếm 26,3%. Từ năm 2006 đến 2010, tỷ trọng nợ nước ngoài của Chính phủ đã giảm liên tục, trong khi đó thì tỷ trọng nợ nước ngoài không được chính phủ bảo lãnh đã tăng gần gấp đôi.

Bảng 10: Tình trạng nợ nước ngoài của Việt Nam 2006 - 2010

	Đơn vị	2006	2007	2008	2009	2010
Tổng dư nợ nước ngoài	% GDP	31,4	32,5	29,8	39	42,2
Nợ nước ngoài không được chính phủ bảo lãnh*	% GDP	4,7	4,3	4,7	9,7	11,1
	% nợ nước ngoài	14,97%	13,23%	15,77%	24,87%	26,30%
Nợ nước ngoài của khu vực công	% GDP	26,7	28,2	25,1	29,3	31,1
	% nợ nước ngoài	85,03%	86,77%	84,23%	75,13%	73,70%
- Nợ nước ngoài của chính phủ	Tỷ VND	234.566,23	278.833,75	312.001,02	411.116,46	527.402,88
	% nợ nước ngoài khu vực công	93,41%	89,71%	86,71%	85,73%	85,71%
- Nợ nước ngoài do chính phủ bảo lãnh	Tỷ VND	16.555,67	31.998,69	47.840,18	68.446,35	87.896,66
	% nợ nước ngoài khu vực công	6,59%	10,29%	13,29%	14,27%	14,29%
- Nợ nước ngoài của Chính phủ và được chính phủ bảo lãnh từ các chủ nợ chính thức	Tỷ VND	223.497,16	268.430,47	310.634,41	414.670,11	513.789,62
	% nợ nước ngoài khu vực công	89,00%	86,36%	86,33%	86,47%	83,50%
- Nợ nước ngoài	Tỷ VND	27.624,74	42.401,96	49.206,79	64.892,88	101.509,92

	% nợ nước ngoài khu vực công	11,00%	13,64%	13,67%	13,53%	16,50%
--	------------------------------	--------	--------	--------	--------	--------

*Nguồn: Bản tin nợ nước ngoài số 7, Bộ tài chính, * Tác giả tự tính dựa trên các số liệu của Bản tin nợ nước ngoài số 7*

Đối với nợ nước ngoài của khu vực công, hầu hết là các khoản vay từ các chủ nợ chính thức, (trên 80%) tuy nhiên tỷ lệ này đang có xu hướng giảm xuống. Thông thường thì nợ của chính phủ từ các nguồn vay chính thức có lãi suất rất thấp, thời gian phải trả nợ có thể kéo dài lên đến 10 năm. Do đó, tỷ lệ này càng cao thì áp lực chỉ trả nợ sẽ thấp hơn và nước vay nợ có thể tính toán trước về khả năng trả nợ vì lãi suất thường là cố định. Năm 2010, 92% tổng dư nợ nước ngoài của Chính phủ Việt Nam là có lãi suất cố định với 76% các khoản nợ có mức lãi suất từ 1 đến 3%. Như vậy, với cơ cấu nợ nước ngoài của khu vực công như hiện nay vẫn khá thuận lợi cho Việt Nam.

Khả năng trả nợ nước ngoài trong tương lai

Bảng 11: Các chỉ tiêu giám sát về nợ nước ngoài

Chỉ tiêu	2006	2007	2008	2009	2010
Tổng số dư nợ nước ngoài so với GDP (%)	31.4	32.5	29.8	39.0	42.2
Nợ nước ngoài khu vực công so GDP (%)	26.7	28.2	25.1	29.3	31.1
Nghĩa vụ trả nợ trung và dài hạn so với xuất khẩu hàng hoá và dịch vụ (%)	4.0	3.8	3.3	4.2	3.4
Nghĩa vụ trả nợ nước ngoài của Chính phủ so với thu NSNN (%)	3.7	3.6	3.5	5.1	3.7
Dự trữ ngoại hối so tổng dư nợ ngắn hạn (%)	6,380.0	10,177.0	2,808.0	290.0	187.0
Nghĩa vụ nợ dự phòng của Chính phủ so thu ngân sách nhà nước (%)	4.5	4.6	4.7	4.3	5.8

Nguồn: Bản tin nợ nước ngoài số 7, Bộ Tài chính

Tốc độ tăng trưởng của nợ nước ngoài đang tăng nhanh hơn tốc độ tăng trưởng GDP thể hiện qua tỷ lệ dư nợ nước ngoài/GDP đã tăng mạnh trong 2 năm trở lại đây. Nghĩa vụ trả nợ trung và dài hạn so với xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ mặc dù có giảm trong năm 2010 nhưng chủ yếu là do xuất khẩu đã tăng trưởng trở lại sau thời kỳ khủng hoảng. Dự trữ ngoại hối so với tổng dư nợ ngắn hạn giảm xuống mạnh mẽ. Năm 2010, tỷ lệ dự trữ ngoại hối so với tổng dư nợ ngắn hạn chỉ bằng 1/11 so với năm 2007 là năm có tỷ lệ này cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây. Điều này có thể đe dọa khả năng trả nợ ngắn hạn của Việt Nam, đồng thời cho thấy sự gia tăng của các khoản nợ ngắn hạn trong thời gian gần đây.

Rủi ro về tỷ giá

Trên 50% nợ công của Việt Nam là nợ nước ngoài do đó những yếu tố như biến động về tỷ giá, cung cầu ngoại tệ cũng như cơ cấu đồng tiền trong nợ nước ngoài có khả năng tác động rất lớn đến rủi ro nợ công của Việt Nam.

Theo thống kê nợ nước ngoài của Bộ tài chính thì trên 80% dư nợ nước ngoài của chính phủ Việt Nam tập trung trong 3 đồng tiền là JPY, USD và đồng SDR. Từ năm 2006 cho đến 2008, dư nợ bằng đồng Yên Nhật luôn chiếm từ 37 – 39% tổng dư nợ nước ngoài của chính phủ, trong khi đó thì tỷ trọng dư nợ bằng đồng USD có xu hướng giảm nhẹ và tỷ trọng dư nợ bằng đồng SDR tăng mạnh trong năm 2010. Tính đến 31 tháng 12 năm 2010, dư nợ nước ngoài của chính phủ bằng đồng Yên Nhật là 10,8 tỷ USD (theo tỷ giá quy đổi vào thời điểm cuối kỳ), bằng đồng USD là 7,5 tỷ USD, bằng đồng SDR là 6,17 tỷ USD và bằng đồng Euro là 2,55 tỷ USD. Trong sáu tháng (từ 1/7/2010 đến 31/12/2010) chênh lệch tỷ giá hối đoái đã làm tổng dư nợ của Việt Nam tăng thêm 957,98 triệu USD (bằng 3,4% tổng dư nợ cuối kỳ)⁷.

Bảng 12: Cung và cầu ngoại tệ (2010) – cán cân thanh toán Việt Nam 2010

Đơn vị: triệu USD

Cầu ngoại tệ		Cung ngoại tệ	
Nhập siêu hàng hóa	-5.147	Đầu tư trực tiếp	7.100
Nhập siêu dịch vụ	-2.461	Đầu tư vào giấy tờ có giá	2.370
Thu nhập từ đầu tư ròng	- 4.564	Vay ngắn hạn	8.386
Trả nợ ngắn hạn	-7.343	Vay trung và dài hạn	2.751
Trả nợ trung và dài hạn	-1.920	Chuyển tiền ròng	8.661
Tiền và tiền gửi	-7.722		
Lỗi và sai sót	-3.796		
Tổng	-32.953	Tổng	31.188

Nguồn: Cán cân thanh toán, NHNN

Việc phân tích cung và cầu ngoại tệ về cơ bản là phân tích cán cân thanh toán của quốc gia cho thấy sự luân chuyển các dòng tiền vào và ra của người cư trú. Các số liệu thống kê từ cán cân thanh toán của Việt Nam năm 2010 cho thấy, cung ngoại tệ đã bị thiếu hụt khoảng 1,7 tỷ USD so với cầu ngoại tệ. Dưới áp lực do thiếu hụt ngoại tệ, NHNN đã phải tiến hành 2 lần điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng giữa đồng Việt Nam và đồng USD, trong đó, điều chỉnh tăng 3,36% vào ngày 11/2/2010 và tăng 2,1% vào ngày 18/8/2010. Đến ngày

⁷ Biểu số 4.07 Bản tin nợ số 7, Bộ Tài chính

11/2/2011, NHNN tiếp tục tiến hành thêm một đợt điều chỉnh tăng 9,3%. Như vậy tổng cộng sau 3 lần điều chỉnh tỷ giá VND/USD đã tăng 14,46%. Những biến động này đã làm gia tăng giá trị của các khoản vay như đã phân tích ở trên, do đó làm tăng gánh nặng nợ quốc gia ngay cả khi không phát sinh các khoản vay mới.

3.2. Thị trường trái phiếu chính phủ Việt Nam

Thị trường trái phiếu Việt nam đóng một vị trí vô cùng quan trọng cho việc tài trợ cho nợ công ở Việt Nam trong tương lai gần. Khi Việt Nam phát triển lên nước có thu nhập trung bình thì nguồn ODA sẽ dần giảm đi, và chắc chắn khi đó, nguồn vốn trái phiếu Chính phủ sẽ là một trong những nguồn thay thế quan trọng và tất yếu để đảm bảo cho đầu tư công của Chính phủ. Một thị trường trái phiếu có quy mô và hoạt động tốt sẽ giúp cho Nhà nước chủ động nguồn vốn để điều tiết mức đầu tư từ ngân sách, qua đó tác động đến tổng mức đầu tư xã hội để đạt được mục tiêu tăng trưởng GDP theo kế hoạch, nhất là trong bối cảnh kinh tế vĩ mô gặp khó khăn. Không những thế, thị trường trái phiếu chính phủ phát triển còn giúp cho điều hành kinh tế vĩ mô trở nên thông suốt hơn. Ngân hàng trung ương có thể sử dụng nghiệp vụ mua vào bán ra trái phiếu Chính phủ tác động đến tổng phương tiện thanh toán, từ đó tác động đến lạm phát và lãi suất, phù hợp với mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ. Ở bất cứ quốc gia nào thì trái phiếu Chính phủ và các sản phẩm phái sinh trên thị trường trái phiếu đều được coi là sản phẩm tài chính quan trọng, vừa là kênh đầu tư an toàn, vừa là công cụ quản lý rủi ro, vừa là công cụ giúp điều hòa vốn giữa các định chế tài chính, nhất là các ngân hàng thương mại.

Trong những năm qua, thị trường trái phiếu chính phủ Việt Nam đã có khá nhiều bước tiến thành công, nổi bật là việc tập trung đầu thầu (bắt đầu từ 1/7/2006) và tập trung niêm yết tại HNX (bắt đầu từ 2/6/2008), qua đó hình thành được một thị trường trái phiếu đúng nghĩa và khá đồng bộ, có sự liên kết chặt chẽ giữa thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. Hoạt động đấu thầu đã có những cải cách đáng kể như là công khai kế hoạch và lịch biểu phát hành hàng năm và hàng quý và ngày phát hành, đồng thời từ tháng 5/2010, Kho bạc nhà nước đã tập trung cho phát hành trái phiếu lô lớn. Những bước đi này đã làm tăng mối quan tâm của nhà đầu tư, giúp các tổ chức đầu tư chủ động bố trí nguồn vốn tham gia đấu thầu từ đó tạo ra một thị trường đấu thầu cạnh tranh hơn, giúp cho mặt bằng lãi suất huy động từ chỗ luôn cao hơn lãi suất huy động của hệ thống ngân hàng trước năm 2006 xuống dưới mức lãi suất huy động của ngân hàng và mức chênh lệch ngày càng mở rộng (năm 2010 là khoảng 1% và năm 2011 là khoảng 1,5 – 1,8%). Hệ thống giao dịch đã được đổi mới khá

triệt để với việc HNX chính thức đưa vào vận hành hệ thống giao dịch trái phiếu Chính phủ chuyên biệt từ 9/2009, tách hẳn khỏi hệ thống giao dịch cổ phiếu và có những tính năng đặc trưng riêng. Các hệ thống đấu thầu, giao dịch, lưu ký, thanh toán đều được cải tiến nên đã rút ngắn được thời gian đưa trái phiếu phát hành vào niêm yết, tạo thuận lợi cho nhà đầu tư. Toàn bộ các thông tin liên quan tới nhu cầu mua bán, giá cả, lãi suất... được tập trung bước đầu hình thành cơ sở dữ liệu thống nhất về thị trường trái phiếu Chính phủ. Sự phát triển đó của thị trường trái phiếu đã giúp cho Chính phủ không những huy động được nhiều vốn hơn mà còn huy động được với mặt bằng chi phí thấp hơn.

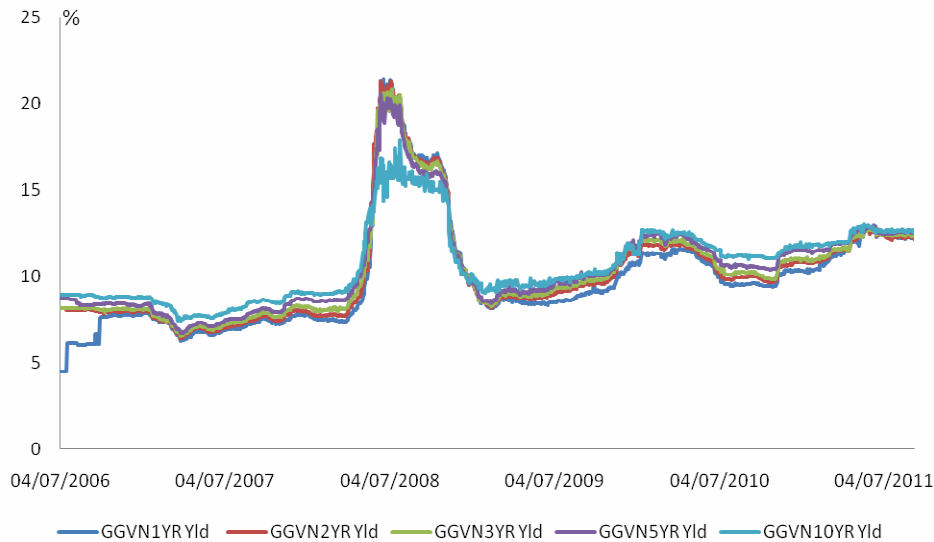
Tuy nhiên, thị trường trái phiếu Chính phủ của Việt Nam hiện nay vẫn còn khá nhỏ bé so với các nước. Trong khi tổng quy mô thị trường trái phiếu chỉ chiếm khoảng 17% GDP thì trái phiếu chính phủ chiếm khoảng 12% GDP (năm 2010). Tổng giá trị trái phiếu chính phủ phát hành trong năm 2011 là khoảng 50 nghìn tỷ VND tương đương với khoảng 2,5 tỷ USD. Tính đến nay mới chỉ có 2 đợt phát hành trái phiếu chính phủ bằng đồng ngoại tệ trên thị trường quốc tế với tổng giá trị là 1,75 tỷ USD (đợt phát hành 750 triệu USD năm 2005 đáo hạn năm 2016 và đợt phát hành 1 tỷ USD năm 2010 đáo hạn vào năm 2020). Đặc biệt là Việt Nam chưa có một thị trường trái phiếu thứ cấp phát triển, một yếu tố quan trọng giúp Chính phủ quản lý trạng thái nợ công của mình một cách hiệu quả hơn.

Để có thể phát triển thị trường trái phiếu bền vững cần phải xử lý tốt cả 3 khía cạnh là: huy động vốn, tạo thanh khoản và sử dụng vốn hiệu quả. Có thể thấy, Việt Nam hiện đang gặp khó khăn ở cả 3 khía cạnh này.

Thứ nhất, đối với vấn đề huy động vốn. Mục tiêu cốt lõi và lâu dài của phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ là giảm thiểu chi phí huy động vốn của chính phủ về dài hạn. Tuy nhiên để có thể thực hiện được điều đó thì môi trường kinh tế vĩ mô cần phải được duy trì ổn định, tạo niềm tin và thu hút các nhà đầu tư ngay cả ở mức lãi suất thấp. Thực tế hiện nay, môi trường kinh tế vĩ mô của Việt Nam đang được hầu hết các tổ chức xếp hạng quốc tế đánh giá là kém bền vững. Nguy cơ mất giá VND không ngừng tăng lên do mức lạm phát cao khiến cho sức hấp dẫn đối với các nhà đầu tư giảm đi. Trong khi chủ trương tái cơ cấu nền kinh tế đã được phát đi với một quyết tâm chính trị mạnh mẽ đã phần nào làm gia tăng niềm tin đối với các nhà đầu tư thì những diễn biến thực tế từ nền kinh tế như: sự thua lỗ lớn của một vài tập đoàn, tổng công ty nhà nước lớn, những bất ổn trong hệ thống tài chính và bản thân sự gia tăng liên tục của thâm hụt ngân sách vẫn tiếp tục gây ra những lo ngại. Biểu hiện của những lo

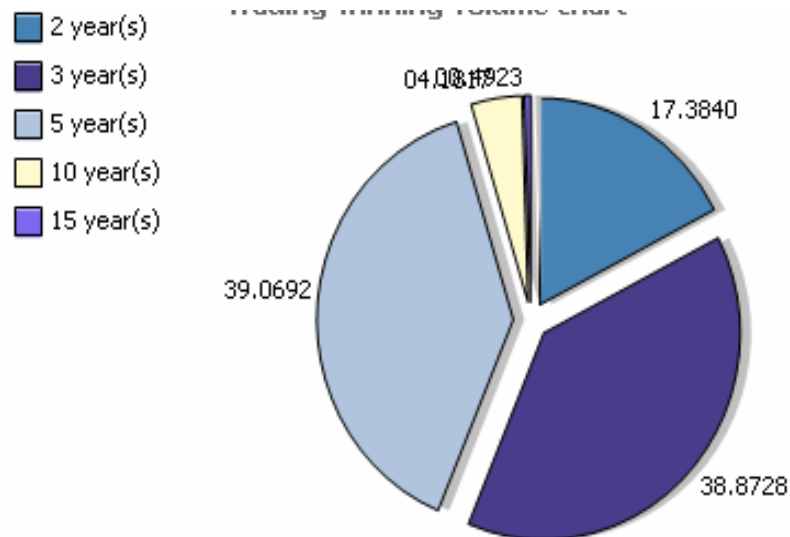
ngại này là mức lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam vẫn duy trì ở mức cao, trong khi cơ cấu kỳ hạn của các trái phiếu vẫn tập trung chủ yếu vào trái phiếu có kỳ hạn từ 3 đến 5 năm.

Đồ thị 10 : Lãi suất trái phiếu chính phủ của Việt Nam (2006-2011)



Nguồn: Thomson Reuters

Đồ thị 11 : Cơ cấu kỳ hạn của trái phiếu Chính phủ của Việt Nam

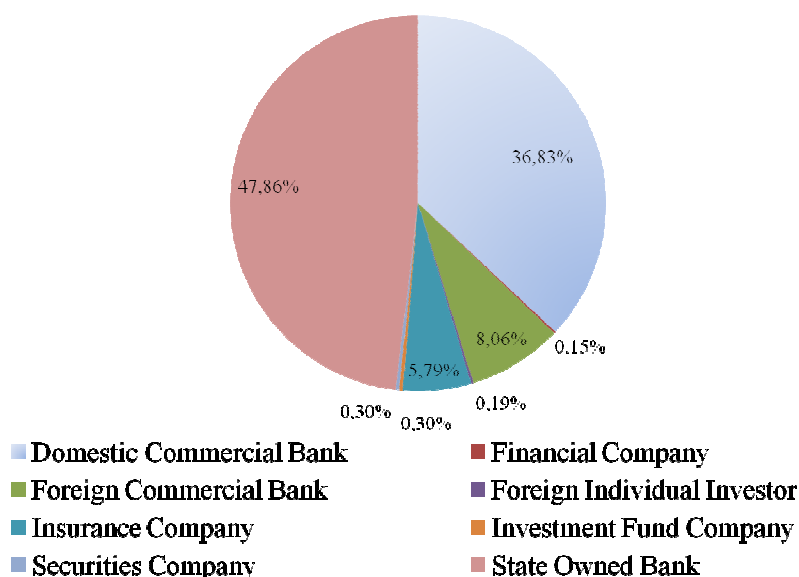


Nguồn: HNX

Thứ hai, về tính thanh khoản. Do thị trường thứ cấp chưa phát triển, các sản phẩm tái chính phái sinh từ các trái phiếu hầu như chưa có dẫn tới hầu hết các trái phiếu Chính phủ hiện nay là do các NHTM cổ phần trong nước

và các NHTM Nhà nước nắm giữ (trên 80%) và chờ đến ngày đáo hạn. Mặc dù là tài sản có mức độ rủi ro thấp đồng nghĩa với tính thanh khoản cao nhưng hiện nay trái phiếu Chính phủ lại chủ yếu được sử dụng nhằm phục vụ cho nghiệp vụ quản lý thanh khoản cho các ngân hàng thương mại.

Đồ thị 12: Cơ cấu sở hữu trái phiếu Chính phủ



Thứ ba, về vấn đề hiệu quả sử dụng. Trong khi chất lượng đầu tư công vẫn là một trong những vấn đề nổi cộm của Việt Nam hiện nay và cải thiện chất lượng đầu tư đã được đưa vào thành một trong ba nội dung trọng điểm trong tái cơ cấu và chuyển đổi mô hình tăng trưởng kinh tế, thì hiệu quả sử dụng vốn huy động được từ phát hành trái phiếu Chính phủ cũng cần phải có những bước cải thiện đáng kể. Nếu như hiệu quả sử dụng vốn tiếp tục duy trì ở mức thấp, nhu cầu vốn lại không ngừng tăng lên, đồng nghĩa với việc Chính phủ phải gia tăng huy động vốn với mức lãi suất cao hơn nữa và niềm tin của nhà đầu tư cũng sụt giảm xuống, chi phí huy động vốn tăng lên đồng nghĩa với gánh nặng nợ công gia tăng.

3.3. Tình trạng thâm hụt tài khóa và thâm hụt cán cân vãng lai của Việt Nam

Bội chi ngân sách của Việt Nam đã liên tục tăng cao trong nhiều năm trở lại đây. Đến cuối năm 2009, bội chi ngân sách là 6,9% GDP và giảm xuống còn 5,8% GDP trong năm 2010. Trong thực tế thì tình hình bội chi ngân sách thực còn nghiêm trọng hơn nhiều so với những con số được công bố vì còn nhiều khoản chi lớn để ngoài ngân sách. Bên cạnh đó thì nguồn thu ngân sách

phụ thuộc quá nhiều vào nguồn thu từ dầu thô khiến cho tình trạng ngân sách càng trở nên kém bền vững.

Thực trạng bội chi liên tục trong nhiều năm và mức bội chi tăng lên cả về con số tuyệt đối và tương đối so với GDP cho thấy đây là một căn bệnh nguy hiểm và không thể xem thường. Để giải quyết vấn đề thâm hụt ngân sách, nhà nước sẽ phải tăng thuế hoặc phải vay nợ thông qua phát hành trái phiếu. Cả hai hành động này đều tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế. Với việc tăng thuế, các doanh nghiệp sẽ phải chịu gánh nặng chi phí nhiều hơn, làm giảm động lực sản xuất và khả năng cạnh tranh. Nếu tăng thuế thu nhập thì mức tiêu dùng cũng giảm, làm giảm một phần tổng cầu. Trong bối cảnh hiện nay, khi Việt Nam cần cải thiện môi trường kinh doanh và cạnh tranh với các nước trong khu vực để tạo môi trường kinh doanh hấp dẫn, thì khả năng tăng thuế thu nhập doanh nghiệp là không nhiều. Vì lý do trên, Chính phủ sẽ buộc phải tài trợ cho ngân sách bị thâm hụt trong thời gian tới chủ yếu thông qua vay nợ. Có hai nguồn vay nợ, nguồn thứ nhất thông qua vay nợ trong nước, và nguồn thứ hai thông qua vay nợ nước ngoài. Việc vay nợ nội địa quy mô lớn có thể khiến cho mặt bằng lãi suất lên cao, hoặc ít nhất là không duy trì được mức thấp để hỗ trợ doanh nghiệp phục hồi kinh tế. Thực tế là đã có hiện tượng cạnh tranh lãi suất giữa chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ trong thời gian vừa qua. Đối với nguồn thứ hai, việc vay nợ thành công từ nước ngoài đồng thời có thể tài trợ cho thâm hụt trên cán cân thanh toán. Tuy nhiên, việc vay nợ nước ngoài thường xuyên và quy mô ngày càng tăng, có thể dẫn tới những rủi ro vỡ nợ rất cao như từng thấy đối với các nước Mỹ La tinh vào những năm 1980-1990.

Song song với tình trạng thâm hụt tài khóa thì cán cân vãng lai của Việt Nam đã chuyển từ thặng dư nhỏ ở mức 1,2 tỷ USD trong năm 2000 sang thâm hụt khá lớn ở mức 10,7 tỷ USD trong năm 2008. Trong năm 2007, mức thâm hụt thương mại lên tới 11 tỷ USD, với thâm hụt tài khoản vãng lai xấp xỉ 7 tỷ USD, tương đương với 11% tổng sản phẩm quốc nội trong khi thông thường với các nước trên thế giới, thâm hụt tài khoản vãng lai lên tới 5% GDP đã là đáng lo ngại.

Trong năm 2010, nguồn vốn từ các khoản vay nợ (vay nợ ngắn hạn và dài hạn, đầu tư vào giấy tờ có giá) đã chiếm tới hơn 43% trong tổng dòng tiền vào. Dòng tiền thuần có được từ hoạt động vay nợ (bằng vay nợ mới trừ đi nợ gốc đến hạn trả) chiếm tới trên 70% tài khoản vốn và tài chính trong đó nợ ngắn hạn đã tăng lên gần gấp đôi nợ dài hạn. Điều này cho thấy một trạng thái kém bền vững trên cán cân thanh toán của Việt Nam và Việt Nam hoàn toàn có

thể phải đối mặt với những căng thẳng về nghĩa vụ trả nợ trong tương lai.

Bảng 13: Thâm hụt ngân sách và thâm hụt cán cân vãng lai của Việt Nam 2005- 2011

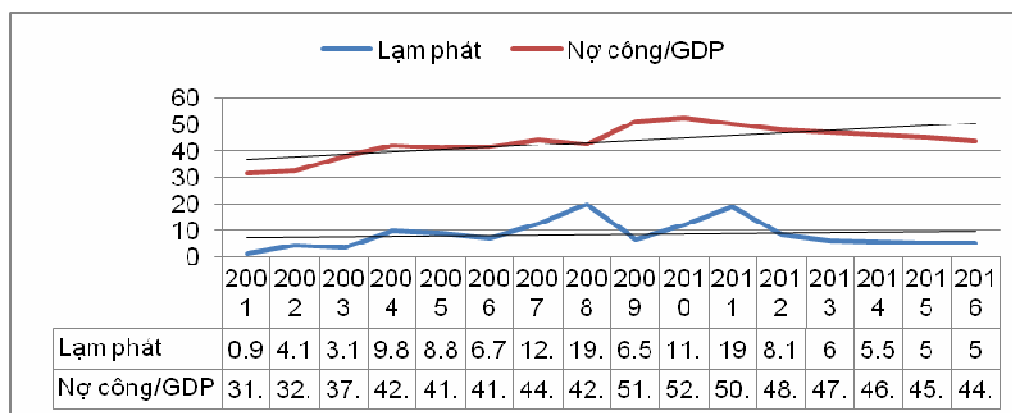
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F
Thâm hụt ngân sách							
Tỷ đồng	40700	48500	56500	66200	115900	117200	120000
%GDP	4,83	5,00	5,00	4,95	6,90	5,80	5,50
Thâm hụt cán cân vãng lai							
Triệu USD	-574	-164	-7.092	-10.787	-7.440	-3.511	

Nguồn: NHNN, Bộ tài chính

Như vậy có thể thấy Việt Nam đang rơi vào tình trạng thâm hụt kép kéo dài, thâm hụt ngân sách song song với thâm hụt cán cân vãng lai. Như đã phân tích ở phần 1.3.1, tình trạng này có thể gây ra những rủi ro cho Việt Nam ở cả khu vực ngân sách và cán cân thanh toán. Đặc biệt là hai yếu tố này lại có thể tác động lẫn nhau để cùng trở nên trầm trọng hơn.

3.4. Nợ công gia tăng cùng lạm phát

Đồ thị 13: Tình trạng nợ công và lạm phát của Việt Nam 2001 đến 2016*



Nguồn: IMF data *Số liệu ước tính của IMF

Các số liệu từ 2001 cho đến nay cho thấy, lạm phát và nợ công của Việt Nam biến động khá tương đồng và cùng có xu hướng tăng lên. Đặc biệt là trong giai đoạn từ 2007 đến nay, do sự tác động của khủng hoảng tài chính và suy giảm kinh tế toàn cầu, cả lạm phát và nợ công đều có sự gia tăng mạnh mẽ. Trong tình huống lạm phát gia tăng mạnh mẽ như hiện nay và đạt đến mức 19,9% vào năm 2008 và 19% vào năm 2011 như dự báo của IMF, gắn liền với nợ công gia tăng nghĩa là nghĩa vụ thuế trong tương lai phải tăng lên để bù đắp các khoản nợ, điều đó đã làm tăng gấp đôi gánh nặng đối với nền kinh tế. Thực tế này đặt Việt Nam vào một tính huống tương tự như các lý thuyết

kinh tế về vòng xoáy nợ - lạm phát đã đặt ra (như đã phân tích ở phần 3.1.2).

Tóm lại, từ những phân tích ở trên có thể thấy, mặc dù các tỷ lệ về nợ công vẫn nằm trong ngưỡng an toàn và cơ cấu nợ nước ngoài là khá tích cực, nhưng khi đặt vấn đề nợ công của Việt Nam trong bối cảnh kinh tế vĩ mô trong nước thì cho thấy một sự bất ổn ở cả 3 khu vực: tài khóa, cán cân thanh toán và tiền tệ (lạm phát). Đây cũng chính là những nguyên nhân mấu chốt gây ra sự bất ổn định của kinh tế vĩ mô trong nước, từ đó, tạo nên sự biến động kinh tế khó kiểm soát và khó dự đoán, gây khó khăn cả trong điều hành và hoạt động của nền kinh tế. Đặc biệt là 3 vấn đề này lại có khả năng tương tác lẫn nhau. Do đó, trong một bối cảnh lạm phát liên tục tăng cao, kèm theo đó là cán cân thanh toán kém bền vững thì việc tỷ lệ nợ công tiếp tục tăng và ngấp nghé mức an toàn như của Việt Nam hiện nay là đáng báo động. Trong thực tế thì xếp hạng tín nhiệm quốc gia của Việt Nam theo 3 hãng xếp hạng hàng đầu là S&P, Moody's và Fitch năm 2010 đều đã giảm so với năm 2008.

Bảng 14: Xếp hạng tín nhiệm quốc gia của Việt Nam so với các nước châu Á

Nước	S&P		Thay đổi	Moody's		Thay đổi	Fitch		Thay đổi
	2008*	2010**		2008*	2010**		2008*	2010**	
Việt Nam	BB/Stable	BB/Negative	Giảm đi	Ba3/Positive	Ba3/Negative	Giảm đi	BB-/Stable	B+/Stable	Giảm đi
Trung Quốc	A/Positive	A+/Stable	Tăng lên	A1/Stable	A1/Stable	Không đổi	A+/Stable	A+/Stable	Không đổi
Indônêxia	BB-/Stable	BB/Positive	Tăng lên	Ba3/Stable	Ba2/Positive	Tăng lên	BB-/Positive	BB+/Stable	Tăng lên
Malaixia	A-/Positive	A-/Stable	Giảm đi	A3/Stable	A3/Stable	Không đổi	A-/Stable	A-/Stable	Không đổi
Philippin	BB-/Stable	BB-/Stable	Không đổi	B1/Stable	Ba3/Stable	Tăng lên	BB/Stable	BB/Stable	Không đổi
Xingapo	AAA/Stable	AAA/Stable	Không đổi	Aaa/Stable	Aaa/Stable	Không đổi	AAA/Stable	AAA/Stable	Không đổi
Thái Lan	BBB+/Stable	BBB+/Negative	Giảm đi	Baa1/Stable	Baa1/Stable	Không đổi	BBB+/Stable	BBB/Stable	Giảm đi

Chú thích: * tính tới 10/1/2008; ** tính tới 6/11/2010. Nguồn: Số liệu của ADB Asia Bond Online (<http://asianbondsonline.adb.org/>)

3.5. Khuyến nghị đối với Việt Nam

a) Ổn định kinh tế vĩ mô

Sự mất cân đối kinh tế vĩ mô của Việt Nam hiện đang tồn tại trên cả 3 khu vực là tiền tệ (thể hiện qua mức lạm phát tăng cao), tài khóa (thâm hụt ngân sách lớn) và cán cân thanh toán kém bền vững. Cả 3 khu vực này lại có mối liên thông tác động lẫn nhau rất rõ nét và sự đổ vỡ của một khu vực nào cũng có thể dẫn tới sự đổ vỡ của cả nền kinh tế. Do đó, các biện pháp cần phải được tiến

hành đồng bộ để có thể cải thiện cả ba khu vực mà không thể chỉ tập trung vào bất cứ một khu vực nào riêng rẽ. Đó là:

- Kiểm chế lạm phát
- Thu hẹp thâm hụt cán cân vãng lai, đặc biệt là cán cân thương mại
- Giảm thâm hụt ngân sách

Đây cần được coi là 3 mục tiêu quan trọng hàng đầu của Việt Nam hiện nay để tạo được nền tảng vững chắc cho sự phát triển bền vững trong dài hạn. Tốc độ tăng trưởng, ở một chừng mực nào đó có thể duy trì hợp lý để đạt được các mục tiêu ổn định. Chỉ khi nền kinh tế ổn định và tăng trưởng bền vững thì mới có thể là nền tảng cho một trạng thái nợ bền vững. Cần phải coi ổn định kinh tế vĩ mô là điều kiện tiên quyết.

b) Các giải pháp về huy động và quản lý nợ công

- Chống thất thu thuế và tiết kiệm đầu tư công để giảm bội chi ngân sách

Thu từ thuế và phí thường chiếm tới hơn 90% tổng nguồn thu cân đối ngân sách của nước ta. Đây được coi là nguồn động viên GDP quan trọng vào ngân sách nhà nước để chính phủ có tiền thực hiện các nhiệm vụ chi tiêu công, nhằm thực hiện việc phân phối lại tổng sản phẩm cho xã hội. Tỷ lệ động viên GDP vào ngân sách nhà nước đã tăng lên đáng kể trong thời gian quan cho thấy hệ thống thuế với cơ cấu và nội dung các loại thuế hiện hành về cơ bản đã phù hợp với yêu cầu đổi mới và thực trạng nền kinh tế nước ta trong thời gian qua, nên đã phát huy tác dụng tích cực. Tuy nhiên, thực trạng thất thu thuế cũng vẫn diễn ra dưới nhiều hình thức khác nhau như thất thu do không quản lý được các cơ sở kinh doanh, thất thu về căn cứ tính thuế, về nợ đọng dây dưa tiền thuế, thất thu thuế do buôn lậu, trốn thuế qua biên giới, thất thu thuế do ghi hai giá trên hóa đơn tài chính. Thực trạng này xuất phát cả từ sự kém hiểu biết của những người tham gia đóng thuế cũng như sự yếu kém của hệ thống cơ quan thuế.

Bên cạnh chống thất thu thuế để tăng nguồn thu cân đối ngân sách thì tiết kiệm đầu tư công là một biện pháp quan trọng để giảm chi tiêu ngân sách. Đầu tư dàn trải, hiệu quả đầu tư không lớn, thể hiện qua chỉ số ICOR của Việt Nam liên tục tăng trong những năm qua, đặc biệt là hiệu quả đầu tư của khu vực công, là những tín hiệu cho thấy sự lãng phí nguồn vốn ngân sách. Những giải pháp tiết kiệm trong đầu tư công của chính phủ trong Nghị quyết 11 đã được

tiến hành quyết liệt trong thời gian vừa qua cho thấy đây là một nhiệm vụ quan trọng để có thể cải thiện được quy mô cũng như chất lượng chi tiêu công, đồng thời cũng cho thấy đây là nhiệm vụ hoàn toàn có thể thực hiện được nếu có sự kiên quyết từ chính phủ cũng như sự phối hợp từ tất cả các bộ ban ngành.

Như vậy việc chống thất thu thuế và tiết kiệm đầu tư công là hai biện pháp quan trọng để có thể cải thiện cân đối ngân sách từ bên trong, thông qua đó giảm bội chi ngân sách và do đó cũng giảm áp lực vay nợ để bù đắp bội chi ngân sách.

- Tiếp tục đẩy mạnh thu hút nguồn vốn ODA

Nguồn vốn ODA là nguồn vốn vay nợ có nhiều ưu đãi dành cho các nước đang trong quá trình phát triển. Thực tế các năm qua đã cho thấy, ODA đã đóng một vai trò quan trọng trong phát triển kinh tế trong nước đặc biệt là xây dựng cơ sở hạ tầng. Tuy nhiên cùng với sự tăng trưởng của nền kinh tế trong nước trong thời gian vừa qua thì khi Việt Nam đã thoát ra khỏi ngưỡng thu nhập bình thấp, việc thu hút dòng vốn ODA sẽ trở nên khó khăn hơn. Đặc biệt là chất lượng đầu tư đóng vai trò rất quan trọng để có thể thuyết phục các nước tiếp tục cho Việt Nam vay ưu đãi trong thời gian tới. Do đó, để có thể tận dụng được nguồn vốn ưu đãi này một mặt Việt Nam cần tiếp tục coi trọng vai trò của vốn ODA trong phát triển kinh tế trong nước, một mặt phải nâng cao năng lực đầu tư và sử dụng vốn.

- Tăng dần vay trong nước thông qua phát hành trái phiếu bằng đồng nội tệ

Thực tế phát triển của một số quốc gia như Nhật Bản, Trung Quốc... cho thấy, việc huy động nguồn vốn thông qua phát hành trái phiếu bằng đồng nội tệ có thể giúp chính phủ giảm tải được nhiều rủi ro hơn so với vay nợ nước ngoài. Trong thời kỳ vực dậy nền kinh tế sau chiến tranh, chính phủ Nhật Bản đã hoàn toàn không khuyến khích nguồn vốn từ nước ngoài. Mặc dù vậy thì nước này vẫn đạt được sự tăng trưởng vượt bậc. Và từ năm 1992 trở lại đây, khi Nhật Bản đã rơi vào thời kỳ suy thoái kéo dài tới gần 20 năm thì chính phủ Nhật Bản cũng hầu như không phải đối phó với các rủi ro từ trả nợ bên ngoài. Vì vậy có thể thấy tăng cường vay trong nước có thể giúp chính phủ chủ động hơn trong công tác trả nợ đồng thời cũng phải đối phó với ít rủi ro và áp lực từ bên ngoài hơn.

Tuy nhiên việc phát hành trái phiếu trong nước làm sao để đủ bù đắp thâm hụt ngân sách cũng phụ thuộc rất nhiều vào hiệu quả điều hành của Chính phủ và mức lãi suất trái phiếu. Trong thực tế thì Việt Nam đã rơi vào những

thời điểm mà phát hành trái phiếu trong nước không thành công, và lãi suất trái phiếu chính phủ có sự cạnh tranh với lãi suất trên thị trường tiền tệ, làm giảm khả năng phối hợp của chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa. Vì vậy để có thể tăng cường hiệu quả của việc phát hành trái phiếu trong nước thì chính phủ cũng cần phải nâng cao hiệu quả đầu tư từ nguồn vốn trái phiếu. Bên cạnh đó, sự phối hợp giữa Bộ tài chính và Ngân hàng nhà nước là cần thiết để đảm bảo sự phối hợp giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa.

- Kế hoạch vay nợ phải gắn chặt với kế hoạch trả nợ, tính toán kỹ các kịch bản rủi ro có thể xảy ra để đảm bảo năng lực trả nợ của Chính phủ

Như đã chỉ ra ở phần 2 của chuyên đề, việc vỡ nợ của Chính phủ có thể mang đến rất nhiều hệ lụy khác nhau, nhất là có thể kéo theo sự suy giảm của tốc độ tăng trưởng kinh tế, thất nghiệp gia tăng và những tác động xấu khác đối với nền kinh tế trong nước. Đồng thời có thể làm tăng chi phí vay nợ của Chính phủ trong tương lai. Do đó, việc đảm bảo năng lực trả nợ và tiến tới giảm dần nghĩa vụ trả nợ trên tổng sản phẩm quốc nội là rất quan trọng.

Để có thể đảm bảo khả năng trả nợ thì Chính phủ cần có sự tính toán hợp lý trong việc vay nợ bao gồm cả cơ cấu kỳ hạn trả nợ và lãi suất. Hiện tại, trái phiếu chính phủ phát hành để vay trong nước thường tập trung nhiều vào kỳ hạn 2 và 3 năm với mức lãi suất trúng thầu xấp xỉ 11-12%. Điều này phản ánh những điều kiện kinh tế vĩ mô trong nước chưa thuận lợi. Vì vậy, đồng thời với những biện pháp kiểm soát vĩ mô đang được thực hiện quyết liệt, Chính phủ cũng cần có những kế hoạch phát hành trái phiếu với những kỳ hạn dài, ít nhất là 10 năm với lãi suất thấp và xây dựng những kế hoạch trả nợ bền vững hơn dựa vào sự phát triển của thị trường trái phiếu. Mặt khác, mặc dù hiện nay Chính phủ cũng đã ban hành những quy định về quản lý nợ công cũng như các tỷ lệ an toàn về nợ nước ngoài nhằm đảm bảo trạng thái nợ an toàn nhưng trong bối cảnh kinh tế thế giới có những diễn biến khó lường như trong thời gian hiện tại, thì việc quản trị nợ công cần phải có những cải thiện phù hợp và cần trọng hơn nữa.

- Phối hợp chặt chẽ và đồng bộ giữa chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ

Mặc dù sự độc lập giữa chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ là cần thiết nhưng sự phối hợp giữa hai chính sách này là rất quan trọng, đặc biệt trong vấn đề đảm bảo sự ổn định kinh tế vĩ mô. Hơn thế nữa, việc đi vay trong nước của chính phủ thông qua phát hành trái phiếu luôn có tác động đến chính sách tiền tệ, do vậy việc trao đổi thông tin giữa Bộ Tài chính và Ngân hàng

Nhà nước về quản lý dòng tiền của Chính phủ và những hoạt động chính sách tiền tệ sẽ giúp Chính phủ có một thị trường nợ minh bạch và bền vững hơn và một thị trường tiền tệ linh hoạt hơn.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tài liệu tiếng Việt

1. Cục Quản lý nợ và Tài chính đối ngoại, *Bản tin Nợ nước ngoài số 7*, Bộ Tài chính, 2011.
2. Lê Văn Anh, *Khủng hoảng tài chính – mô hình lý thuyết và những nguy cơ đối với Việt nam trong quá trình hội nhập hiện nay*, Tạp chí Khoa học ĐHQGHN, Kinh tế- Luật 24 (2008) 55-56.
3. Luật quản lý nợ công 2009.
4. Thông tư số 56/2011/TT-BTC ngày 29/4/2011: Hướng dẫn phương pháp tính toán các chỉ tiêu giám sát và tổ chức hoạt động giám sát nợ công và nợ nước ngoài của quốc gia.
5. http://vi.wikipedia.org/wiki/Th%C3%A2m_h%E1%BB%A5t_ng%C3%A2n_s%C3%A1ch
6. http://www.mof.gov.vn/portal/page/portal/mof_vn
7. http://www.vnba.org.vn/index.php?option=com_content&task=view&id=13705&Itemid=57

Tài liệu tiếng Anh

1. Bianca De Paoli, Glenn Hoggarth and Victoria Saporta, *Costs of sovereign default*, Bank of England, July 2006.
2. Congressional Budget Office, *The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2011 to 2021*, 2011
3. Dem, Amando et al. *Inflation and Hyperinflation in the 20th Century: Causes and Patterns*, Columbia University, School of International and Public Affair, 2001.
4. IMF, *World Economic Outlook*, 2010
5. Mark L.J.Wright, *Sovereign Debt Restructuring: Problems and Prospects*, University of California, Los Angeles, and National Bureau of Economic Research, April 18, 2011.
6. Mark L.J.Wright, *The Theory of Sovereign Debt and Default*, University of California, Los Angeles, and National Bureau of Economic Research, April 18, 2011.
7. Michael Kumhof, Douglas Laxton, *Fiscal Deficits and Current Account Deficits*, IMF Working Paper, October 2009
8. Migue A, Kigue and Nissan Liviatan, *Inflationary Rigidities and Orthodox stabilization Policies: Lessons from Latin America*, World Bank Economic Review 93):273-98, 1988.

9. Paul Krugman, *The return of depression on economics and the crisis of 2008*, 2nd edition 2009.
10. Randall Dodd, *Sovereign Debt Restructuring*, Derivative Study Center, 2002.
11. S.M Ali Abbas, Jacques Bouhga-Hagbe, Antonio Fatas, Paolo Mauro, and Ricardo C.Velloso, *Fiscal Policy and the Current Account*, May 2011.
12. Sachs, Jeffrey, *The Bolivian Hyperinflation and Stabilization*, NBER Discussion Paper Series No.2073, November 1986.
13. Sargent, Thomas J., *The end of Four Big Inflations, in his Rational Expectations and Inflations*, New York: Harper & Row, 1986.
14. Stefan COLLIGNON, *Debt Restructuring is No Free Lunch*, Brussels, European Parliament, 2011.
15. UNCTAD, *Sovereign Debt Restructuring and International Investment Agreements*, IIA Issues Note, 2011.
16. http://www.economist.com/content/global_debt_clock
17. <http://www.imf.org/external/index.html>